MANAJEMEN KEUANGAN

Dr. Ir. Agus Zainul Arifin, M.M.

MANAJEMEN KEUANGAN

ZAHIR publishing

Manajemen Keuangan
Yogyakarta: Zahir Publishing, Februari 2018

ISBN : 978-602-5541-19-3

Penulis : Dr. Ir. Agus Zainul Arifin, MM.
Tata letak : Ismi Aziz
Design cover : Sabiq

Diterbitkan oleh:
ZAHIR PUBLISHING
Kadisoka RT.05 RW.02, Purwomartani,
Kalasan, Sleman, Yogyakarta 55571
0857 2589 4940 E: zahirpublishing@gmail.com

Hak cipta dilindungi oleh undang-undang.
Dilarang mengutip atau memperbanyak
sebagian atau seluruh isi buku ini
tanpa izin tertulis dari penerbit.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.Wb.

Puji serta syukur saya panjatkan kehadirat Allah SWT, Yang telah memberikan kekuatan rohani dan jasmani serta taufik dan hidayahnya , sehingga penulisan Buku ini dapat terselesaikan walaupun dalam bentuk sederhana.

Setiap perusahaan dalam menjalankan aktivitas atau operasinya sehari-hari selalu membutuhkan modal kerja (*working capital*). Modal kerja ini misalnya digunakan untuk membayar upah buruh, gaji pegawai, membeli bahan mentah, membayar persekot dan pengeluaran-pengeluaran lainnya yang gunanya untuk membiayai operasi perusahaan.

Dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada semua pihak yang telah membantu, membimbing, dan memberikan dorongan serta kesempatan sehingga buku ini dapat terselesaikan.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb

Dr. Ir. Agus Zainul Arifin, M.M.

MANAJEMEN KEUANGAN

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR ..... **iii**

DAFTAR ISI ..... **v**

BAB I MODAL KERJA **1**
A. Pengertian Modal Kerja 1
B. Unsur-Unsur Modal Kerja 3
C. Hubungan Antara Unsur Modal Kerja 8

BAB II MANAJEMEN KAS DAN SURAT BERHARGA **9**
A. Tujuan Manajemen Kas 9
B. Investasi dalam Surat Berharga 10
C. Manfaat Persediaan Tingkat Kas yang Tepat 12

BAB III MANAJEMEN KREDIT **29**
A. Kebijakan Kredit 29
B. Sumber Informasi Kredit 31
C. Syarat Kredit 32

BAB IV MANAJEMEN PERSEDIAAN **37**
A. Pengertian Persediaan 37
B. Biaya-Biaya Persediaan 39
C. Pengertian Pembiyaan Jangka Pendek 46
D. Biaya dari Hutang Dagang 50
E. Biaya dari Pinjaman Bank Jangka Pendek 50
F. Biaya dari *Comersial Paper* dan Aksep Bank 53

BAB V PENGANGGARAN MODAL **59**
A. Pengertian Penganggaran Modal 59
B. Prinsip Penilaian Investasi 61
C. Teknik Penyusutan Arus Kas 63
D. Dampak Inflasi 65

BAB VI STRUKTUR KEUANGAN DAN STRUKTUR MODAL **69**
A. Pengertian Struktur Keuangan dan Biaya modal . 69
B. Konsep Leverage Keuangan dan Resiko 70
C. Resiko Bisnis dan Keuangan 71
D. Penetapan Struktur Moral yang Optimal Berisi: .. 73

E. Analisis Likuiditas dan Arus Kas 77
F. Teori Struktur Modal 78

BAB VII BIAYA MODAL 79
A. Biaya Modal 79
B. Biaya Utang (*Cost Of Debt*) 82
C. Biaya Modal Saham Preferen 84
D. Biaya Modal Sendiri 85
E. Biaya Modal Sendiri dalam Kontek Pasar 89
F. Biaya Modal Saham Baru 90
G. Biaya Modal Rata-Rata 91
H. *Capital Budget* yang Optimal 96

BAB VIII KEBIJAKAN DIVIDEN 99
A. Pembayaran Dividen 99
B. Kebijakan Dividen 103
C. Teori Kebijakan Dividen 104
D. Dividen Saham, Pemecahan Saham, dan Pembelian Kembali Saham 107

BAB IX SUMBER - SUMBER PEMBIAYAAN JANGKA PANJANG DAN PEMBIAYAAN SAHAM BIASA 113
A. Tinjauan Atas Sumber – Sumber Keuangan 113
B. Pembiayaan Perusahaan Bertumbuh 114
C. *Small Business Administration* dan SBICs 117
D. Karakteristik Pinjaman Jangka Menengah dan Pinjaman Jangka Panjang 118
E. Penetapan Harga Surat-Surat Berharga 124
F. Penggunaan Hak dalam Pembiayaan 130

BAB X PEMBIAYAAN SAHAM BIASA (Pembagian Laba, Kendali dan Risiko) 137
A. Hak Pemegang Saham Biasa 137
B. Evaluasi Saham Biasa Sebagai Sumber Dana 140
C. Penggunaan Saham Preferen dalam Keputusan Pembiayaan 142
D. Obligasi Dengan Jaminan 149
E. Keputusan Untuk Menggunakan Hutang 156

BAB XI OPSI, WARRANT, KONVERTIBEL 159
A. Kombinasi *Calls, Puts,* dan Saham 159
B. Warrant 160

C. Konvertibel 162

BAB XII LEASING 167
A. Jenis - Jenis Lease 167
B. Keuntungan Pajak di Amerika Serikat Mengenai Lease 169
C. Akuntansi *Lease* 169
D. Keputusan Pembiayaan: *Lease* Versus Pinjam 171
E. Pengaruh Tambahan Pada Keputusan Leasing Versus Keputusan Membeli 172

BAB XIII MERGER, AKUISISI DAN KESULITAN KEUANGAN 179
A. Merger 179
B. Akuisisi 182
C. Kesulitan Keuangan 184

BAB XIV FINANCIAL DISTRESS 189
A. F*inancial Distress* 189
B. Likuidasi Kebangkrutan dan Reorganisasi 192
C. Kebangkrutan yang Dikemas Lebih Dulu (*Prepackaged Bankruptcy*) 197

BAB XV MENGELOLA AKTIVA LANCAR 199
A. Kebijakan Investasi Alternatif dalam Aktiva Lancar 199
B. Konsep Modal Kerja Nol 200
C. Pengelolaan Kas 201
D. Teknik-Teknik Manajemen Kas 203
E. Surat Berharga yang Mudah Dipasarkan 205
F. Manajemen Piutang 207
G. Menetapkan Kebijakan Penagihan 210

DAFTAR PUSTAKA 212

BAB I
MODAL KERJA

A. Pengertian Modal Kerja

Setiap perusahaan dalam menjalankan aktivitas atau operasinya sehari-hari selalu membutuhkan modal kerja (*working capital*). Modal kerja ini misalnya digunakan untuk membayar upah buruh, gaji pegawai, membeli bahan mentah, membayar persekot dan pengeluaran-pengeluaran lainnya yang gunanya untuk membiayai operasi perusahaan. Untuk mendapatkan gambaran mengenai pengertian dari modal kerja di sini peneliti kemukakan beberapa pendapat :

1. James C Van Harne (1997:214) menyatakan, bahwa "Modal kerja bersih adalah aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar, dan modal kerja kotor adalah investasi perusahaan dalam aktiva lancar seperti kas, piutang dan persediaan"
2. J. Fred Weston Eugene F. Brigham (1991:157), menyatakan bahwa "Modal kerja adalah investasi perusahaan dalam harta jangka pendek yaitu kas, surat berharga jangka pendek, piutang dan persediaan".
3. Bambang Riyanto (1995:7), mengemukakan 3 (tiga) konsep pengertian modal kerja yaitu :
   a. Konsep kuantitatif
   Konsep ini menitikberatkan pada kuantitas dana yang tertanam dalam unsur-unsur aktiva lancar, aktiva ini merupakan aktiva sekali berputar kembali dalam bentuk semula atau dana yang tertanam dalam aktiva akan dapat bebas lagi dalam jangka pendek. Jadi menurut konsep ini adalah keseluruhan jumlah aktiva lancar. Dalam pengertian ini modal kerja sering disebut modal kerja bruto atau *gross working capital*.

b. **Konsep kualitatif**
   Pada pengertian ini konsep modal kerja dikaitkan dengan besarnya jumlah hutang lancar atau hutang yang segera harus dibayar. Jadi modal kerja menurut konsep ini adalah sebagian aktiva lancar yang benar-benar dapat digunakan untuk membiayai operasi perusahaan tanpa mengganggu likuiditasnya, yaitu yang merupakan kelebihan aktiva lancar di atas hutang lancarnya.
c. **Konsep fungsional**
   Konsep ini menitikberatkan pada fungsi dana dalam menghasilkan pendapatan. Setiap dana yang digunakan dalam perusahaan adalah dimaksudkan untuk menghasilkan pendapatan. Aktiva lancar sebagian merupakan unsur modal kerja, walaupun tidak seluruhnya.

Dari uraian tersebut di atas dapat ditarik kesimpulan bahwa modal kerja adalah harta yang dimiliki perusahaan yang dipergunakan untuk menjalankan kegiatan usaha atau membiayai operasional perusahaan tanpa mengorbankan aktiva yang lain dengan tujuan memperoleh laba yang optimal.

Terdapat dua konsep utama modal kerja yaitu: modal kerja bersih dan modal kerja kotor. Jika seorang akuntan menggunakan istilah modal kerja, pada umumnya ia mengacu pada **modal kerja bersih**, yaitu perbedaan jumlah aktiva lancar dengan kewajiban lancar. Konsep ini merupakan ukuran sampai sejauh mana perusahaan dilindungi dari masalah likuiditas.

Para analisis keuangan, di lain sisi, mengacu kepada aktiva lancar jika berbicara tentang modal kerja. Dengan demikian, fokus para analis keuangan adalah modal kerja kotor.

Jenis modal kerja :

1. **Modal kerja permanen** (*permanen working capital*) : adalah modal kerja yang harus terus ada pada perusahaan untuk dapat terus menjalankan fungsinya. Modal kerja permanen dibedakan menjadi :
   a. Modal kerja primer : modal kerja minimum yang harus ada pada perusahaan untuk menjamin kontinuitas perusahaan.

b. Modal kerja normal : modal kerja yang diperlukan untuk menyelenggarakan luas produksi.

2. **Modal kerja variabel** : modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah sesuai dengan perubahan keadaan. Modal kerja variabel dibedakan menjadi :
   a. Modal kerja musiman : modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah yang disebabkan fluktuasi musim.
   b. Modal kerja siklis : modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah karena fluktuasi konjungtur.
   c. Modal kerja darurat : modal kerja yang jumlahnya berubah-ubah karena keadaan darurat yang tidak diketahui sebelumnya.

Penentuan besarnya kebutuhan modal kerja tergantung pada besar kecilnya :

1. Periode perputaran/periode terikatnya modal kerja : merupakan keseluruhan atau jumlah dari periode yang meliputi jangka waktu pemberian kredit, pembelian, penyimpanan bahan baku dan jangka waktu penerimaan piutang.
2. Pengeluaran kas rata-rata tiap hari : merupakan pengeluaran kas rata-rata setiap harinya untuk keperluan pembelian bahan mentah, bahan pembantu, membayar upah dan biaya lain.

B. Unsur-Unsur Modal Kerja

Faktor-faktor yang mempengaruhi jumlah modal kerja sebagai berikut:

a. Sifat/jenis perusahaan
b. Waktu yang diperlukan
c. Cara/syarat pembelian dan penjualan
d. Tingkat perputaran persediaan
e. Tingkat perputaran piutang
f. Siklus usaha
g. Resiko kemungkinan penurunan harga aktiva lancar
h. Musim (1997: 96)

Sifat/jenis perusahaan, didasarkan pada kebutuhan modal kerja pada perusahaan kepentingan umum (seperti perusahaan gas, telepon, air minum dan sebagainya) adalah relatif rendah, oleh karena persediaan dan piutang dalam persediaan tersebut

cepat beralih menjadi uang. Sedangkan pada perusahaan industri memerlukan modal kerja yang cukup besar yakni untuk melakukan investasi dalam bahan baku, barang dalam proses dan barang jadi. Fluktuasi dalam pendapatan bersih pada perusahaan jasa juga relatif kecil bila dibandingkan dengan perusahaan industri dan keuangan.

Waktu yang diperlukan untuk memproduksi dan memperoleh barang yang akan dijual dan harga satuan barang yang bersangkutan. Adanya hubungan langsung antara jumlah modal kerja dan jangka waktu yang diperlukan untuk memproduksi barang itu dijual kepada para pembeli.

Kebutuhan modal kerja dari suatu perusahaan dipengaruhi oleh syarat-syarat pembelian dan penjualan. Makin banyak diperoleh syarat kredit yang lunak untuk membeli barang dari pemasok, maka lebih kurang/sedikit uang yang perlu ditanamkan dalam persediaan. Tingkat perputaran persediaan, seperti makin banyak kali suatu persediaan dijual dan diganti kembali (perputaran persediaan) maka makin kecil modal kerja yang diperlukan. Pengendalian persediaan yang efektif diperlukan untuk memelihara jumlah, jenis dan kualitas barang yang sesuai dan untuk mengatur investasi dalam persediaan.

Kebutuhan modal kerja tergantung dari jangka waktu yang diperlukan untuk menagih piutang. Makin sedikit waktu yang diperlukan untuk menagih piutang, makin sedikit modal kerja yang diperlukan. Pengendalian piutang secara efektif dapat dilaksanakan dengan mengatur kebijakan mengenai pemberian kredit, syarat penjualan, ditetapkannya kredit maksimum bagi para pembeli dan cara penagihan.

Siklus usaha (konjungtur, dalam usaha "prosperity" (konjungtur tinggi) aktivitas perusahaan diperluas dan ada kecenderungan bagi perusahaan untuk membeli barang mendahului kebutuhan agar dapat memanfaatkan harga rendah dan untuk memastikan diri akan adanya persediaan yang cukup.

Resiko kemungkinan penurunan harga aktiva lancar, suatu penurunan harga dibandingkan dengan nilai buku dari aktiva lancar seperti surat berharga, persediaan, piutang maka mengakibatkan penurunan modal kerja. Sehubungan dengan makin besar risiko

kerugian semacam itu makin besar modal kerja yang diperlukan. Untuk dapat menampung kontingensi tersebut (kemungkinan yang belum pasti akan terjadi) perusahaan mengusahakan adanya banyak uang/surat berharga.

Musim, apabila perusahaan tidak terpengaruh oleh musim maka penjualan tiap bulan rata-rata sama. Tetapi dalam hal ada musim, maka terdapat perbedaan di dalam musim maka terjadi aktivitas yang besar, sedangkan di luar musim aktivitas adalah rendah. Perusahaan yang mengalami musim memerlukan sejumlah modal kerja yang maksimum untuk jangka relatif pendek.

Sumber-sumber dana perlu dipisahkan terhadap kebutuhan modal kerja permanen dan kebutuhan modal kerja variabel. Kebutuhan modal kerja variabel dimana modal kerja tersebut hanya dibutuhkan beberapa saat saja (beberapa bulan saja) dan tidak dibutuhkan secara terus menerus (biasanya kebutuhan pada saat volume penjualan puncak), maka harus dibelanjai dengan sumber dana jangka pendek selama atau pada saat modal kerja tersebut dibutuhkan. Menurut S. Munawir sumber modal kerja suatu perusahaan dapat berasal dari:

a. Hasil operasi perusahaan, adalah jumlah *net income* yang nampak dalam perhitungan rugi laba ditambah dengan depresiasi dan amortisasi, jumlah ini menunjukkan jumlah modal kerja yang berasal dari hasil operasi perusahaan.
b. Keuntungan dari penjualan surat-surat berharga (investasi jangka pendek).
c. Penjualan aktiva tidak lancar.
d. Penjualan saham atau obligasi (2004: 120)

Jumlah modal kerja yang berasal dari hasil operasi perusahaan dapat dihitung dengan menganalisa laporan perhitungan rugi laba perusahaan tersebut. Dengan adanya keuntungan atau laba dari usaha perusahaan, dan apabila laba tersebut tidak diambil oleh pemilik perusahaan maka laba tersebut akan menambah modal perusahaan yang bersangkutan.

Surat berharga yang dimiliki perusahaan untuk jangka pendek (*marketable securities* atau efek) adalah salah satu elemen aktiva lancar yang segera dapat dijual dan akan menimbulkan keuntungan bagi perusahaan. Dengan adanya penjualan surat

berharga menyebabkan terjadinya perubahan dalam unsur modal kerja yaitu dari bentuk surat berharga berubah menjadi uang kas. Keuntungan yang diperoleh dari penjualan surat berharga ini merupakan suatu sumber untuk bertumbuhnya modal kerja; sebaliknya, apabila dalam penjualan tersebut terjadi kemajuan maka akan menyebabkan berkurangnya modal kerja. Apabila efek atau investasi jangka pendek ini dijual dengan harga jual yang sama dengan harga perolehannya (tanpa laba maupun rugi), maka penjualan efek-efek tersebut tidak akan mempengaruhi besarnya modal kerja (modal kerja tidak bertambah maupun berkurang). Diadakan menganalisa sumber-sumber modal kerja maka sumber yang berasal dari keuntungan penjualan surat-surat berharga harus dipisahkan dengan modal kerja yang berasal dari hasil usaha pokok perusahaan.

Sumber lain yang dapat menambah modal kerja adalah hasil penjualan aktiva tetap, investasi jangka panjang dan aktiva tidak lancar lainnya yang tidak diperlukan lagi oleh perusahaan. Perubahan dari aktiva ini menjadi kas atau piutang akan menyebabkan bertambahnya modal kerja sebesar hasil penjualan tersebut. Apabila dari hasil penjualan aktiva tetap atau aktiva tidak lancar lainnya ini tidak segera digunakan untuk mengganti aktiva yang bersangkutan akan menyebabkan keadaan aktiva lancar sedemikian besarnya sehingga melebihi jumlah modal kerja yang dibutuhkan (adanya modal kerja yang berlebih-lebihan). Untuk menambah dana atau modal kerja yang dibutuhkan perusahaan dapat pula mengadakan emisi saham baru atau meminta kepada para pemilik perusahaan untuk menambah modalnya. Disamping ini perusahaan dapat juga mengeluarkan obligasi atau bentuk hutang jangka panjang lainnya guna memahami modal kerja. Penjualan obligasi ini mempunyai konsekuensi bahwa perusahaan harus membayar bunga tetap, oleh karena itu dalam mengeluarkan hutang dalam bentuk obligasi ini harus disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan penjualan obligasi yang tidak sesuai dengan kebutuhan (terlalu besar) disamping menimbulkan beban bunga yang besar, juga akan mengakibatkan keadaan aktiva lancar yang besar sehingga melebihi jumlah modal kerja yang dibutuhkan.

Disamping keempat sumber di atas masih ada lagi sumber lain yang dapat diperoleh perusahaan untuk menambah aktiva lancarnya misalnya dana pinjaman/kredit dari bank dan pinjaman jangka pendek lainnya serta hutang dagang yang diperoleh dari para penjual atau *supplier*. Di sini bertambahnya aktiva lancar diimbangi atau dibarengi dengan bertambahnya hutang lancar, sehingga modal kerja (dalam arti *net working capital*) tidak berubah.

Sementara Agnes Sawir sumber-sumber yang akan menambah modal kerja, yaitu:

1. Adanya kenaikan sektor modal, baik yang berasal dari laba maupun penambahan modal saham.
2. Adanya pengurangan atau penurunan aktiva tetap karena adanya penjualan aktiva tetap maupun melalui proses depresiasi.
3. Ada penambahan utang jangka panjang, baik dalam bentuk obligasi atau utang jangka panjang lainnya (2005, hal. 141).

Sumber modal kerja yang diperoleh perusahaan hendaknya dapat digunakan seefisien mungkin perusahaan dapat menjalankan operasi perusahaan dengan baik sehingga tujuan perusahaan dapat tercapai. Tersedianya modal kerja yang segera dapat dipergunakan dalam operasi perusahaan, tergantung pada tipe/sifat likuid (mudah ditukarkan/dicairkan menjadi uang tunai) dari aktiva lancar yang dimiliki perusahaan. Namun demikian modal kerja harus mampu membiayai pengeluaran-pengeluaran atas operasi perusahaan sehari-hari.

Dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa modal kerja akan bertambah apabila :

1. Adanya kenaikan sektor modal baik yang berasal dari laba maupun adanya pengeluaran modal saham atau tambahan investasi dari pemilik perusahaan.
2. Adanya pengurangan atau penurunan aktiva tetap yang diimbangi dengan bertambahnya aktiva lancar karena adanya penjualan aktiva tetap maupun melalui proses depresiasi.
3. Adanya penambahan hutang jangka panjang baik dalam bentuk obligasi, hipotek atau hutang jangka panjang lainnya yang diimbangi dengan bertambahnya aktiva lancar.

C. Hubungan Antara Unsur Modal Kerja

Penggunaan modal kerja akan menyebabkan perubahan bentuk maupun penurunan jumlah aktiva lancar yang dimiliki perusahaan, namun tidak selalu penggunaan aktiva lancar diikuti dengan perubahan dan penurunan jumlah modal kerja yang dimiliki perusahaan. Misalnya penggunaan aktiva lancar untuk melunasi atau membayar hutang lancar, maka penggunaan aktiva lancar ini tidak mengakibatkan penurunan jumlah modal kerja karena penurunan aktiva lancar tersebut diikuti atau diimbangi dengan penurunan hutang lancar dalam jumlah yang sama.

Penggunaan modal kerja berarti akan mengurangi modal, berikut ada beberapa contoh penggunaan modal kerja, yaitu:

a. Pembelian barang dagangan atau bahan-bahan baku secara tunai. Jadi mengeluarkan kas tetapi di pihak lain pesediaan bertambah dalam jumlah yang sama, kedua-duanya adalah aktiva lancar.
b. Adanya perubahan dari bentuk piutang ke bentuk yang lain, dari piutang dagang menjadi piutang wesel dan seterusnya. Dengan demikian tetap merupakan satu bagian dari modal kerja.

Sementara Agnes Sawir penggunaan modal kerja yang akan mengurangi modal kerja, yaitu:

a. Berkurangnya modal sendiri karena kerugian, maupun pengambilan privasi oleh pemilik perusahaan.
b. Pembayaran utang-utang jangka panjang.
c. Adanya penambahan atau pembelian aktiva tetap (2005: 141).

BAB II
MANAJEMEN KAS DAN SURAT BERHARGA

A. Tujuan Manajemen Kas

Tujuan manajemen kas adalah menjaga saldo kas perusahaan yang cukup untuk menjalankan aktivitas usaha yang normal.

Terdapat tiga alasan utama/motif untuk mempertahankan sejumlah tertentu uang tunai (kas) dalam perusahaan, yaitu:

1. Motif transaksi yaitu, kebutuhan kas untuk mengadakan atau menjalankan kegiatan utama perusahaan, misalnya pengadaan kebutuhan selama proses produksi dan kegiatan pemasaran.
2. Motif berjaga-jaga yaitu kebutuhan kas dalam rangka untuk mengatasi fluktuasi keperluan dana atau kebutuhan yang di luar dugaan. Kebutuhan ini dipengaruhi oleh dua faktor yaitu:
   - tingkat ketepatan dalam meramalkan aliran kas masuk dan aliran kas keluar
   - kemampuan perusahaan untuk meminjam uang dalam jangka pendek/mencari tambahan kas secara mendadak
3. Motif spekulasi yaitu kebutuhan kas untuk memperoleh profit yang lebih besar di luar usaha pokok, dengan membeli surat berharga.
4. Saldo kompensasi, saldo kompensasi ini berupa dana minimum yang diputuskan untuk tetap berada di bank dalam rekening gironya, dan untuk itu perusahaan tidak perlu membayar jasa pelayanan tertentu kepada bank.

Kebutuhan karena motif berjaga-jaga dan motif spekulasi dapat dipenuhi dengan mempertahankan surat berharga.

B. Investasi dalam Surat Berharga

Surat berharga adalah surat yang dapat dijual dengan cepat tanpa mengalami kerugian.

Terdapat dua alasan penting perusahaan memiliki investasi di berbagai surat berharga yaitu:

- Sebagai subtitusi kas , yaitu untuk penyangga pada saat perusahaan mengalami kesulitan uang kas
- Sebagai bentuk investasi sementara untuk tujuan meningkatkan profitabilitas perusahaan.

Kriteria dalam memilih kombinasi investasi beberapa surat berharga (portofolio surat berharga) antara lain:

1. *Financial risk* (risiko finansial) yang ditunjukkan oleh fluktuasi harga dan *return* (pendapatan) surat berharga, dengan menghindari fluktuasi yang ekstrim.
2. *Interest rate risk* (risiko tingkat bunga) yang ditunjukkan dengan perubahan harga surat berharga yang disebabkan oleh perubahan tingkat bunga secara umum.
3. *Purchasing power risk* (risiko kemampuan pembelian) yang tunjukkan oleh kemungkinan inflasi yang menurunkan kemampuan pengadaan kembali investasi surat berharga.
4. *Maketability risk* yang ditunjukkan oleh dapat tidaknya surat berharga tersebut diperjual-belikan, yang akan mempengaruhi harga pasar surat berharga tersebut.
5. *Pertimbangan pajak*, yaitu karena perlakuan pajak yang berbeda untuk : dividen, pendapatan bunga, serta *capital gains*.

Model Manajemen Kas dan Surat Berharga

Manajemen kas dan surat berharga pada prinsipnya sama dengan manajemen persediaan. Dalam manajemen kas dikenal tiga jenis persediaan yaitu: *basic stock, safety stock,* dan *anticipation stock*. *Basic stock* diperlukan untuk menjaga keseimbangan antara arus kas masuk dan arus kas keluar. *Safety stock* dimaksudkan untuk menghadapi kebutuhan yang tidak terduga sedangkan *anticipation stock* diperlukan untuk memenuhi kebutuhan pertumbuhan masa datang.

Model yang umum digunakan adalah model EOQ. Model EOQ (*Economical Order Quantity*) yaitu pengadaan yang paling optimal secara periodik, dengan biaya yang paling minimal/rendah.

Dalam penerapan EOQ di dalam manajemen kas:

- Biaya atas dipertahankannya kas dalam jumlah yang terlalu tinggi adalah sebesar *opportunity cost* atas dana tersebut karena kas merupakan *non-earning asset*.
- Sedangkan biaya atas dipertahankannya kas dalam jumlah yang terlalu kecil adalah berupa biaya pengadaan kas dalam jangka pendek termasuk

ketidakmampuan untuk memanfaatkan potongan tunai, biaya transaksi meminjam dana dan merubah surat berharga menjadi kas.

a) Model manajemen kas oleh **Baumol** menghitung tingkat kas yang optimal dan transfer yang optimal dari surat berharga menjadi kas yang akan meminimumkan biaya total manajemen kas.

   Formulanya:

$$C^* = \frac{2bT}{i}$$

   Dimana:

   C* = Tingkat transfer kas yang optimal
   T = Penggunaan kas total untuk satu periode
   b = Biaya atas setiap transaksi atau menjual surat berharga
   i = Tingkat bunga yang dipergunakan atas surat berharga

   » Rata-rata kas untuk satu periode = C*/2
   » Jumlah transaksi yang diperlukan dalam 1 th = T/C*

   Asumsi yang dipergunakan oleh **Baumol** adalah :

   1. Pengeluaran terjadi secara terus-menerus
   2. Penerimaan atau aliran kas masuk terjadi dalam jumlah bulat (*lump sums*) untuk interval yang sama.

b) Model manajemen kas oleh **Miller-Orr**, dengan asumsi bahwa perubahan kas perusahaan bersifat random. Saldo kas dibiarkan menyimpang sampai mencapai tingkat setinggi **h**, atau tingkat terendah **r** .

» Saldo kas kemudian dikembalikan pada tingkat z, dengan menginvestasikan kelebihan kas pada surat berharga atau dengan menjual surat berharga untuk memperoleh kas.
» Formula untuk menghitung biaya yang meminimumkan **z** dan **h** adalah:

$$Z^* = \frac{3br2}{4i} \qquad h^* = 3z^*$$

Dimana :
Z^* = *optimal return point*
b = biaya transfer (transaksi) surat berharga
r2 = varians aliran kas masuk bersih harian
i = bunga harian untuk investasi pada surat berharga

Model **Miller-Orr** ini lebih fleksibel dan mudah untuk diterapkan.

C. Manfaat Persediaan Tingkat Kas yang Tepat

1. Jumlah kas yang cukup dapat memberikan kemungkinan potongan penjualan, jika perusahaan pemasok menawarkan potongan penjualan bagi pembayaran yang lebih awal, karena jika perusahaan tidak memanfaatkan kesempatan potongan tersebut dipandang sebagai biaya, yaitu biaya atas tidak memanfaatkan potongan tersebut.
2. Tingkat kas yang tepat juga akan mempengaruhi *current ratio* dan *acid test ratio* atau *quick ratio*, dimana rasio-rasio tersebut merupakan kunci utama dalam menilai posisi perusahaan dalam pengajuan kredit kepada pihak ketiga.

Kas, Piutang, Persediaan, Utang, Investasi, Saham dan Obligasi

Kas

1. Kas yang meliputi uang tunai, simpanan di bank yang setiap saat dapat diambil (giro) dan kertas berharga lainnya yang dapat diuangkan pada bank atau lembaga keuangan lain sebesar nilai nominalnya, harus diawasi dengan baik. Salah satu cara pengawasan agar likuiditas perusahaan terjamin

maka harus disusun anggaran kas. Untuk menyusun anggaran maka diperlukan kemampuan memperkirakan penerimaan dan pengeluaran kas di masa yang akan datang. Pengeluaran kas sebaiknya digunakan check, sedangkan untuk pengeluaran yang berjumlah relatif kecil sebaiknya disediakan dana tertentu yang dinamakan "Dana Kas Kecil" Ada dua cara pencatatan kas kecil yaitu sistem dana tetap dan sistem dana berfluktuasi. Perbedaan pokok dari kedua sistem tersebut, yaitu pada sistem dana tetap, pengeluaran dari dana kas kecil tidak perlu di jurnal, seperti pada sistem dana berfluktuasi.

2. Untuk mengadakan pengawasan kas di bank maka setiap akhir bulan dibuat "rekonsiliasi bank" untuk menentukan sebab-sebab terjadinya perbedaan saldo kas menurut catatan perusahaan dengan saldo kas menurut laporan bank. Ada beberapa bentuk rekonsiliasi bank, yaitu berikut ini.
   a. Rekonsiliasi saldo menurut catatan perusahaan dengan saldo menurut laporan bank untuk mendapatkan saldo yang benar atau rekonsiliasi untuk menentukan saldo yang benar. Hasil akhir dari rekonsiliasi ini, yaitu saldo menurut perusahaan dengan saldo menurut bank akan sama. Rekonsiliasi bentuk ini sering disebut rekonsiliasi dua kolom.
   b. Rekonsiliasi dan identifikasi berbagai penyebab terjadinya perbedaan antara saldo menurut perusahaan dengan saldo menurut laporan bank. Menurut bentuk ini maka saldo menurut catatan perusahaan dianggap yang benar sehingga bertitik tolak dari saldo menurut laporan bank menuju saldo menurut catatan perusahaan.
3. Kadang-kadang rekonsiliasi diperluas penggunaannya, yaitu untuk menguji kebenaran penerimaan dan pengeluaran kas, yaitu mencocokkan kesamaan jumlah penerimaan, pengeluaran maupun saldonya menurut catatan perusahaan dengan menurut laporan bank. Dalam rekonsiliasi ini terdapat dua bentuk rekonsiliasi, yaitu berikut ini.
   a. Bentuk rekonsiliasi yang bertitik tolak dari saldo menurut laporan bank menuju saldo menurut catatan perusahaan. Dengan kata lain, rekonsiliasi ini menganggap bahwa saldo menurut bentuk ini sering dinamakan rekonsiliasi 4 kolom.

b. Bentuk rekonsiliasi yang bertitik tolak dari masing-masing saldo awal, penerimaan, pengeluaran, dan saldo akhir menuju kepada saldo yang benar. Rekonsiliasi bentuk ini sering dinamakan rekonsiliasi delapan kolom.

Klasifikasi Piutang dan Piutang Wesel

1. Piutang menurut sumber terjadinya dapat dibedakan menjadi piutang usaha dan piutang nonusaha. Piutang usaha timbul karena adanya penyerahan barang atau jasa dalam rangka menjalankan kegiatan usaha normal perusahaan. Sedangkan piutang di luar piutang usaha dikelompokkan sebagai piutang lain-lain atau piutang nonusaha.
2. Piutang usaha yang didukung dengan promes (surat kesanggupan membayar) dikelompokkan sebagai wesel tagih (piutang wesel). Piutang wesel, piutang usaha, dan piutang lain-lain harus disajikan secara terpisah dengan identifikasi yang jelas.
3. Surat wesel biasanya berisi informasi tentang pihak yang akan menerima pembayaran, pembuat surat wesel, tanggal dan jatuh tempo wesel, jumlah nominal, dan bunga wesel (kalau ada). Bunga wesel dinyatakan dalam angka persentase yang menunjukkan tingkat bunga dalam satu tahun.
4. Bila perusahaan memerlukan dana (uang) segera perusahaan dapat mendiskontokan piutang weselnya ke lembaga-lembaga keuangan. Pendiskontoan ini tidak sama dengan penjualan, sebab perusahaan masih bertanggung jawab terhadap pelunasan wesel yang didiskontokan tersebut. Artinya, apabila lembaga keuangan tidak berhasil menagih surat wesel yang didiskontokan maka perusahaan berkewajiban melunasinya. Selisih antara nilai wesel saat jatuh tempo dengan hasil pendiskontoan akan dicatat perusahaan sebagai biaya bunga atau pendapatan bunga. Piutang wesel yang didiskontokan dalam neraca harus diungkapkan dan diklasifikasikan sebagai utang bersyarat.
5. Piutang wesel yang telah kedaluwarsa harus diklasifikasikan menjadi piutang usaha sebesar nominalnya ditambah bunganya. Kecuali kalau dipastikan piutang wesel yang kedaluwarsa tersebut akan segera dilunasi oleh debitur.

Piutang Wesel

1. Wesel tagih dicatat sebesar nilai tunainya, yaitu jumlah uang yang diterima oleh si peminjam uang. Masalah penilaian akan timbul bila si debitur tidak menerima uang, tetapi menerima aktiva tetap, barang atau jasa dari jasa dari si kreditor.
2. Transaksi wesel antara 2 belah pihak yang bebas selalu akan menyangkut bunga. Dalam wesel berbunga nilai tunai wesel akan sama dengan nilai nominal wesel, sedangkan pada wesel tanpa bunga nilai nominal sudah implisit (tersirat) di dalamnya bunga wesel. Oleh sebab itu, pada wesel tanpa bunga nilai tunainya harus dihitung dulu sebelum dicatat dalam pembukuan. Tetapi apabila wesel tersebut menyangkut periode satu tahun atau kurang maka wesel tersebut dapat dicatat sebesar nilai nominalnya.
3. Dalam pertukaran aktiva tetap, barang atau jasa dengan wesel maka harus ditentukan nilai tunai dari wesel tersebut. Nilai tunai dari wesel tersebut adalah harga kontan dari aktiva tetap, barang atau jasa yang dipertukarkan. Perbedaan antara nilai tunai dengan jumlah yang akan diterima pada saat wesel jatuh tempo dibebankan sebagai bunga.

Piutang Usaha

1. Piutang dan utang harus diklasifikasikan dalam kelompok lancar dan tidak lancar. Piutang usaha, piutang wesel, piutang bunga, dan sebagainya yang diperkirakan dapat diterima pembayarannya dalam tempo satu tahun atau kurang dihitung sejak tanggal neraca harus disajikan sebagai elemen aktiva lancar. Utang usaha, utang wesel, utang bunga, utang gaji, dan sebagainya yang harus dibayar dalam waktu satu tahun atau kurang harus disajikan dalam neraca sebagai elemen utang lancar.
2. Piutang dalam neraca dilaporkan sebesar nilai realisasinya atau sejumlah yang diharapkan dapat ditagih. Selisihnya disajikan dalam pos cadangan kerugian piutang. Akuntansi untuk kerugian piutang bisa menerapkan metode langsung dan metode cadangan. Dalam metode langsung kerugian piutang diakui pada saat piutang betul-betul diketahui tidak

dapat ditagih. Pada saat tersebut perusahaan akan membuat jurnal dengan mendebet rekening Biaya Kerugian Piutang dan mengkredit rekening Piutang Usaha. Dalam metode cadangan kerugian piutang ditaksir setiap akhir periode melalui jurnal penyesuaian debet rekening Biaya Kerugian Piutang dan kredit rekening Cadangan Kerugian Piutang. Biaya kerugian piutang tidak berbeda dengan biaya-biaya lain dan akan disajikan dalam laporan rugi-laba, sedangkan rekening cadangan kerugian piutang akan disajikan dalam neraca sebagai lawan rekening piutang usaha.

3. Di dalam menaksir biaya kerugian piutang (cadangan kerugian piutang) perusahaan dapat menggunakan dua pendekatan, yaitu pendekatan rugi-laba dan pendekatan neraca. Pendekatan rugi-laba digunakan untuk menaksir besarnya kerugian piutang. Dan untuk penghitungan digunakan persentase tertentu dari penjualan (yang paling tepat adalah penjualan kredit neto) selama periode tertentu. Sedangkan pendekatan neraca dipakai untuk menaksir jumlah cadangan kerugian piutang dengan cara menganalisis piutang yang diragukan pengumpulannya. Cara yang paling umum adalah dengan menggunakan daftar umur piutang.
4. Utang dan piutang usaha yang terjadi antara perusahaan yang sama harus disajikan secara tersendiri, tidak boleh disajikan jumlah netonya saja. Untuk piutang yang bersaldo kredit dalam neraca harus dilaporkan sebagai utang dan untuk utang yang bersaldo debet harus disajikan sebagai elemen piutang.

Piutang Usaha Sebagai Sumber Kas

1. Selain dengan cara penagihan piutang usaha juga dapat digunakan sebagai sumber kas (pembelanjaan), dengan cara menjadikan sebagai jaminan (*pledging*), asinyasi (*assignment*), dan menjualnya (*factoring*). Apabila piutang usaha dijadikan jaminan maka tidak menimbulkan masalah akuntansi khusus. Piutang usaha yang dijaminkan tidak perlu disendirikan, hanya saja dalam penyajiannya pada neraca harus diungkapkan.
2. Dalam hal terjadi asinyasi piutang usaha maka piutang usaha yang diasinyasikan harus disendirikan, dan pinjaman dari

lembaga keuangan dicatat sebagai utang wesel. Asinyasi biasanya pula dilakukan atas dasar *non-notification*, artinya si debitur perusahaan (yang utangnya diasinyasikan) tidak diberitahu tentang adanya asinyasi tersebut. Asinyasi dapat pula dilakukan atas dasar *notification*, yang berarti pelanggan atau debitur diberi tahu tentang adanya asinyasi ini dan diperintahkan untuk membayar utangnya langsung kepada lembaga keuangan. Dalam asinyasi, jumlah yang dipinjam perusahaan lebih kecil daripada jumlah piutang yang diasinyasikan. Akan tetapi, pengumpulan piutang melebihi jumlah pinjaman kelebihannya tetap menjadi hak *assignor*. Sebaliknya bila hasil penagihan lebih kecil daripada jumlah pinjaman, *assignor* tetap bertanggung jawab terhadap pelunasan jumlah pinjamannya kepada *assignee*.

3. Penjualan piutang usaha (*factoring*) merupakan hal yang baru di negara kita. Akan tetapi, *factoring* ini sudah dikenal di dunia usaha Indonesia, terutama di kota-kota besar. Dalam *factoring* risiko kredit dan penagihan dilimpahkan kepada pembeli piutang usaha (*factor*) sehingga perusahaan tidak bertanggung jawab lagi terhadap adanya kerugian piutang dan biaya penagihan. Untuk melindungi *factor* terhadap kemungkinan adanya retur dan keringanan penjualan, *factor* dapat menahan sebagian dari harga beli piutang sampai dengan selesainya perjanjian *factoring*.

Pengertian Persediaan

1. Persediaan adalah barang yang diperoleh perusahaan yang dimaksudkan untuk dijual kembali atau diolah lebih lanjut dalam rangka menjalankan kegiatan usaha normalnya. Persediaan dalam perusahaan pengolahan akan terdiri atas persediaan bahan baku dan bahan pembantu, persediaan barang dalam proses, dan persediaan barang jadi.
2. Apabila selama perusahaan menyimpan persediaan terjadi inflasi maka perusahaan akan mendapatkan laba semu akibat kenaikan harga ini. Laba semu ini yang disebut dengan istilah *holding gains* merupakan laba yang tidak tersedia untuk dibagikan sebagai dividen. Manajemen dan pembaca laporan keuangan harus menyadari tentang adanya *holding gain*s ini, agar tidak mengambil keputusan yang keliru.

3. Persediaan merupakan elemen aktiva lancar yang penting, sebab sukses tidaknya perencanaan dan pengawasan persediaan akan berpengaruh besar terhadap keberhasilan suatu perusahaan. Elemen persediaan akan berpengaruh terhadap penentuan laba perusahaan, penentuan tingkat likuiditas perusahaan, dan kebenaran penyajian neraca.
4. Akuntansi persediaan dapat dilakukan dengan dua cara, sistem berkala, dan sistem permanen. Dalam sistem berkala pembelian barang dagangan atau bahan baku akan dicatat dalam rekening Pembelian. Pada akhir periode akan dihitung jumlah barang atau bahan baku yang masih ada. Kemudian, melalui jurnal penyesuaian terhadap persediaan, barulah dapat ditentukan jumlah harga pokok penjualan atau jumlah pemakaian bahan baku.
5. Dalam sistem permanen setiap pembelian barang atau bahan baku langsung dicatat dalam rekening Persediaan. Demikian juga pada saat penjualan atau pemakaian barang atau pemakaian baha baku, jumlah harga pokok barang yang dikeluarkan langsung dikredit pada rekening Persediaan, sedangkan debetnya dicatat dalam rekening Harga Pokok Penjualan atau Pemakaian Bahan Baku.

Penilaian Persediaan

1. Persediaan tidak hanya menunjukkan jumlah persediaan yang berada di gudang perusahaan saja, tetapi meliputi juga barang-barang milik perusahaan yang masih ada dalam perjalanan yang dititipkan pada perusahaan lain (barang konsinyasi), dan barang-barang secara ekonomis masih di bawah penguasaan perusahaan.
2. Kesalahan penyajian di dalam persediaan akan mengakibatkan kesalahan dalam laporan keuangan. Kegagalan antuk mencatat pembelian dan utang usaha, memang tidak akan berpengaruh terhadap laba perusahaan, tetapi akan berpengaruh terhadap rasio lancar perusahaan.
3. Persediaan sebagaimana dengan aktiva lain akan dicatat sebesar harga perolehannya (cost) Hinga perolehan persediaan mencakup seluruh beban atau pengeluaran yang diperlukan

untuk menempatkan persediaan atau memproses menjadi barang jadi yang siap untuk dijual. Dengan demikian, secara teoretis batas pengangkutan, biaya proses pembelian, biaya penyimpanan harus dialokasikan sebagai bagian dari harga perolehan persediaan.

4. Beban periode tidak boleh dikapitalisasi dalam persediaan. Namun dalam kasus tertentu (discrete projects) beban bunga yang berkaitan dengan pembuatan kapal atau pembangunan real estate harus dikapitalisasi sebagai bagian dari aktiva yang bersangkutan.
5. Potongan pembelian harus diperlakukan sebagai pengurang dari pembelian, tidak dicatat sebagai pendapatan lain-lain. Cara pencatatan pembelian dapat dilakukan dengan mencatat pembelian sebesar jumlah brutonya atau mencatatnya sejumlah netonya. Apabila menggunakan cara yang kedua, potongan pembelian yang tidak diambil akan dicatat dalam rekening Kerugian Potongan Pembelian yang akan disajikan dalam perhitungan laba rugi sebagai elemen biaya lain-lain. Jumlah ini dapat digunakan sebagai alat pengukur efisiensi manajer keuangan di dalam mengelola keuangannya.
6. Persediaan barang dalam proses dan barang jadi berisi kumpulan biaya-biaya, seperti biaya pemakaian bahan baku, tenaga kerja langsung, dan biaya overhead pabrik. Dalam perusahaan industri perhitungan biaya pembuatan persediaan ini, biasanya dengan menggunakan skedul laporan tersendiri.

Metode Penilaian Persediaan

1. Dalam akuntansi persediaan dikenal beberapa metode penilaian, antara lain metode MPKP, MTKP, nilai rupiah MTKP, metode rata-rata, persediaan besi, dan harga perolehan standar. Sebetulnya selain metode-metode di atas terdapat juga metode penilaian yang lain, yang didasarkan pada harga taksiran. Metode harga taksiran ini akan dibahas dalam Modul 7.
2. Penggunaan metode MTKP akan mengakibatkan laba bersih yang lebih rendah, tetapi akan menaikkan saldo akhir kas. Dalam contoh ini dianggap harga-harga naik, namun apabila harga cenderung menurun akibatnya akan menjadi sebaliknya.

3. Dalam keadaan harga cenderung meningkat metode MTKP akan menghasilkan nilai persediaan yang lebih rendah, sedangkan metode MPKP akan menghasilkan nilai persediaan yang mendekati harga yang berlaku. Nilai persediaan yang dihasilkan metode rata-rata akan berada di antara hasil yang dihitung dengan metode MTKP dan MPKP.
4. Untuk mengatasi kelemahan yang ada pada metode MTKP dikembangkan metode Nilai-rupiah MTKP. Metode ini digunakan untuk mengatasi pengaruh yang timbul karena adanya kenaikan jumlah unit persediaan lain yang sejenis yang jumlahnya cukup berarti.
5. Metode penilaian yang lain adalah metode persediaan besi dan harga perolehan standar. Dalam metode persediaan besi ditetapkan lebih persediaan yang harus ada dalam perusahaan, baik dalam unitnya maupun harga per unitnya. Selisih antara persediaan besi dengan persediaan yang ada dinilai sebesar harga perolehannya dan digunakan untuk menambah atau mengurangi jumlah persediaan besinya dalam metode harga biaya standar, persediaan dinilai sebesar harga perolehan standar yang telah ditetapkan di muka. Namun, apabila selisih antara harga standar dengan harga sesungguhnya cukup berarti maka persediaan harus dinilai atas dasar harga sesungguhnya.

Penilaian Berdasarkan Harga Terendah Diantara Harga Pokok dan Harga Pasar

1. Penilaian persediaan berdasarkan harga yang terendah di antara harga pokok dan harga pasar, pada umumnya digunakan jika terjadi manfaat dari persediaan tidak lagi sepadan dengan harga pokoknya.
2. Beberapa tahap yang harus dilakukan apabila cara penilaian harga yang paling rendah antara harga pokok dan harga pasar akan dipakai, yaitu berikut ini.
   a. Tahap pengumpulan data.
   b. Tahap penentuan batas atas/tertinggi (*ceiling*) dan batas terendah (*floor*).
   c. Memilih harga yang paling rendah di antara harga pokok dan harga pasar sebagai dasar penilaian.

3. Metode harga yang paling rendah di antara harga pokok dan harga pasar dapat diterapkan berdasarkan:
   a. Jenis tiap-tiap persediaan;
   b. Masing-masing kelompok persediaan;
   c. Keseluruhan persediaan.
4. Akuntansi terhadap rugi penurunan nilai persediaan adalah:
   a. Rugi penurunan nilai persediaan, tidak dilaporkan terpisah dari harga pokok penjualan;
   b. Rugi penurunan nilai persediaan, dilaporkan terpisah dari harga pokok penjualan digunakan metode:
   c. Langsung;
   d. Cadangan.

Metode Taksiran

1. Penentuan jumlah persediaan dapat didasarkan pada harga pokok (*cost*) yang didasarkan pada hasil perhitungan yang teliti, baik melalui catatan persediaan secara terus-menerus (*perpetual inventory method*) maupun didasarkan pada hasil perhitungan fisik, kemudian dihitung harga pokoknya secara teliti (*physical inventory method*). Namun, dalam kaitan adanya kebutuhan informasi secara cepat, baik dalam rangka penyusunan laporan keuangan jangka pendek maupun kebutuhan informasi persediaan untuk tujuan lain, penentuan jumlah persediaan dapat dilakukan secara taksiran, yaitu dengan menggunakan Metode Laba Kotor dan Metode Harga Jual Eceran. Cara yang demikian ini, terutama akan sangat bermanfaat bagi pengusaha toko serba ada (swalayan).
2. Dalam metode laba kotor maka langkah pertama kali yang harus dilakukan adalah menentukan persentase laba kotor. Persentase ini dapat didasarkan pada harga pokok maupun harga jual. Setelah diketahui laba kotornya berikutnya adalah menentukan harga pokok barang yang dijual, yaitu hasil penjualan dikurangi laba kotor. Harga pokok penjualan dikurangkan terhadap harga barang yang tersedia untuk dijual akan dapat diperoleh "jumlah persediaan".
3. Dalam metode harga jual eceran maka langkah-langkah yang harus dilakukan adalah sebagai berikut.

a. Persediaan awal ditentukan nilainya baik berdasarkan harga pokok maupun berdasarkan harga jual eceran
b. Setiap kali ada pembelian maka harus ditentukan harga pokok maupun harga jualnya.
c. Menentukan perlakuan terhadap perubahan harga jual eceran (kenaikan harga pembatalan kenaikan harga, penurunan harga dan pembatalan penurunan harga serta potongan-potongan khusus dan adanya barang yang rusak).
d. Menentukan persentase harga pokok terhadap harga jual dengan memperhatikan hal-hal sebagai berikut.
    a) Kalau penentuan jumlah persediaan didasarkan pada MPKP maka persediaan awal periode tidak dimasukkan dalam perhitungan.
    b) Kalau penentuan jumlah persediaan didasarkan pada rata-rata maka persediaan awal turut diperhitungkan.
    c) Kalau penentuan jumlah persediaan didasarkan pada MTKP maka digunakan metode nilai rupiah (dengan indeks).
    d) Kalau penilaian persediaan didasarkan pada "yang terendah antara harga pokok dan harga pasar" maka penurunan harga jual eceran tidak diperhitungkan dalam perhitungan persentase harga pokok tetapi ditambahkan pada penjualan.
e. Menentukan jumlah persediaan berdasarkan harga pokok jual eceran dengan cara mengurangkan hasil penjualan terhadap barang yang tersedia untuk dijual berdasarkan harga jual.
f. Menentukan jumlah persediaan berdasarkan harga pokok dengan cara mengalikan persentase harga pokok (*cost ratio*) terhadap persediaan berdasarkan harga jual.

Penilaian Persediaan Pada Perusahaan Pengolahan dan Kontrak Jangka Panjang

1. Terdapat 2 cara dalam mengumpulkan biaya produksi pada perusahaan pengolahan. Caranya, yaitu dengan menggunakan bentuk proses dan bentuk pesanan. Perusahaan pengolahan yang menggunakan bentuk proses jika produk atau barang yang dihasilkan homogen, dan menggunakan bentuk pesanan jika

barang yang dihasilkan berbeda-beda sesuai dengan permintaan pemesan.
2. Pengakuan pendapatan dan penilaian persediaan pada kontrak-kontrak jangka panjang ada 2 alternatif sebagai berikut.
   a. Metode persentase penyelesaian.
   b. Metode kontrak selesai.
3. Pada metode persentase penyelesaian pendapatan diakui selama masa pembangunan secara berkala (prioritas) sejalan dengan tingkat penyelesaian pekerjaan. Sedangkan pada metode kontrak selesai pendapatan diakui setelah selesainya pekerjaan.

Ruang Lingkup Utang

1. Utang dapat diklasifikasi menjadi utang lancar dan utang tidak lancar. Utang lancar adalah utang yang akan dilunasi dalam jangka waktu satu tahun atau dalam waktu perputaran normal usaha mana yang lebih lama. Secara teoretik seluruh utang harus dicatat pada nilai tunainya, namun secara praktis utang jangka pendek tidak didiskontokan. Beberapa jenis utang yang jumlah tidak dapat ditentukan secara pasti ditaksir dan dicatat pada jumlah yang mendekati.
2. Kewajiban jangka pendek dapat berasal dari kegiatan normal usaha dan dapat berasal dari kegiatan nonusaha. Utang yang berasal dari kegiatan normal usaha adalah utang dagang (utang usaha), sedangkan kewajiban jangka pendek lain, antara lain adalah utang gaji, utang bunga, utang pajak, dan utang wesel. Kewajiban jangka pendek yang akan diperpanjang untuk jangka waktu panjang harus dikelompokkan sebagai utang tidak lancar jika kriteria tertentu dipenuhi.

Akuntansi Utang Lancar

1. Utang Dagang timbul pada saat penyerahan hak dari kreditor (penjual) kepada debitur (pembeli) atas barang yang dijualbelikan. Akan tetapi, demi kepraktisan, pencatatan utang dagang dilakukan pada saat barang dan atau faktur pembeliannya diterima. Saat *transfer of title* dapat dibedakan menjadi *shipping point* dan *destination point*. Oleh karena mungkin terdapat perbedaan antara saat pencatatan dan pemindahan

hak maka perlu dilakukan *cut off* yang tepat pada waktu akan menyusun laporan keuangan.

2. Utang Wesel didebit dan dikredit sebesar nilai normal, baik untuk wesel berbunga maupun tidak berbunga. Di dalam neraca, wesel tidak berbunga dilaporkan sebesar nilai nominal. Jika wesel berbunga maka bunga yang terutang sampai tanggal neraca juga harus dilaporkan menambah nilai nominal.
3. Dividen Kas sah menjadi utang perusahaan jika sudah diumumkan secara resmi oleh direksi atas pembagian laba kepada para pemegang saham.
4. Utang Pajak Penghasilan adalah pajak penghasilan perusahaan yang terutang atas laba bersih yang diperoleh selama satu tahun. Sedangkan utang Pajak Penghasilan Karyawan merupakan pajak penghasilan karyawan yang dipotong oleh perusahaan tetapi belum disetorkan ke Kas Negara.
5. Utang Bonus merupakan jumlah bonus yang terutang kepada karyawan. Bonus dapat dihitung dengan dasar penjualan dan dasar laba. Jika laba yang menjadi dasar perhitungan bonus maka bonus dapat ditentukan dari 4 alternatif, yaitu. (1) bonus dihitung dari laba sebelum dikurangi bonus dan pajak, (2) bonus dihitung dari laba sesudah dikurangi bonus, tetapi sebelum dikurangi pajak, (3) bonus dihitung dari laba sesudah dikurangi pajak tetapi sebelum dikurangi bonus dan (4) bonus dihitung dari laba bersih sesudah dikurangi bonus dan pajak.

Pembiayaan Dengan Obligasi

1. Utang jangka panjang dalam neraca disajikan sebesar nilai tunainya, yaitu jumlah kas yang diperlukan seandainya utang jangka panjang tersebut dilunasi sekarang. Utang hipotek adalah utang yang dijamin dengan harta tetap dan pelunasan dilakukan dengan cara cicilan. Pada saat pembayaran debitur harus memisahkan jumlah yang merupakan pembayaran untuk bunga dan pembayaran untuk pengembalian pokoknya.
2. Jenis dan jumlah obligasi bervariasi. Obligasi dapat diterbitkan oleh pemerintah atau oleh perusahaan, dapat diterbitkan dengan jaminan atau tidak, dapat atas nama atau pembawa. Namun demikian, setiap jenis obligasi memiliki sifat-sifat umum yaitu

merupakan pinjaman uang sekarang yang akan dilunasi pada waktu yang akan datang. Hampir pada semua obligasi terdapat pembayaran bunga secara berkala. Harga pasar obligasi dihitung dengan menggunakan teknik nilai tunai dengan memakai tingkat bunga pasar. Selisih antara nilai nominal dengan nilai tunainya dicatat sebagai diskonto atau premium yang akan diamortisasi dari waktu ke waktu. Saat obligasi dilunasi akun utang obligasi dan premium (diskonto) ditutup pada saat dibayar. Obligasi dapat dibiayai kembali sebelum atau pada saat jatuh tempo. Setiap keuntungan atau kerugian akibat penebusan obligasi dilaporkan sebagai pos-pos luar biasa.

Investasi Jangka Pendek

1. Investasi jangka pendek yang nama rekening buku besarnya sering disebut Surat Berharga adalah dalam rangka memanfaatkan kelebihan kas atau adanya uang tunai yang sementara tidak digunakan dalam kegiatan usaha sehari-hari. Investasi jangka pendek dapat berupa saham, obligasi atau sertifikat Bank Indonesia ataupun bentuk investasi lainnya.
2. Pembelian surat berharga akan dicatat sebesar harga perolehannya, yaitu harga kurs beli ditambah biaya pembelian yang terjadi.
3. Penjualannya dicatat pada rekening Surat Berharga sebelah kredit sebesar harga perolehannya, sedangkan selisih antara harga jual dengan harga perolehannya merupakan Laba/Rugi Penjualan Surat Berharga.
4. Dalam pembelian dan penjualan surat berharga dalam bentuk obligasi harus diperhatikan adanya bunga berjalan, yaitu bunga antara tanggal pembayaran bunga obligasi atau pembelian tersebut. Bunga berjalan selalu menambah jumlah uang yang harus dibayar/diterima.
5. Persediaan Surat Berharga pada akhir tahun harus disajikan pada neraca sebesar berikut.
   a. Harga perolehan (*cost*).
   b. Terendah antara harga perolehan dengan harga pasar (*cost of market whichever is lower*).
   c. Harga pasar (*market*)

Investasi Jangka Panjang Saham

1. Investasi Jangka Panjang saham merupakan investasi yang dilakukan dalam jangka panjang pada saham yang dikeluarkan oleh perusahaan lain. Saham bisa berupa saham biasa dan saham prioritas.
2. Akuntansi untuk investasi saham terdiri dari investasi pada saat pertama kali saham diperoleh, selama masa investasi dan saat penjualan serta saat penarikan oleh perusahaan penerbit.
3. Dalam neraca, investasi jangka panjang saham dilaporkan sebesar harga perolehannya. Jika diketahui harga pasarnya maka agar lebih informatif, investasi perlu dijelaskan nilai pasarnya itu, misalnya dalam tanda kurung.

Investasi Jangka Panjang Obligasi

1. Investasi jangka panjang pada obligasi merupakan penanaman dana di luar perusahaan dengan cara membeli obligasi perusahaan lain dengan maksud untuk memperoleh pendapatan berupa bunga periode yang jumlahnya tetap. Harga obligasi di pasar uang dan modal ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Harga yang terjadi pada akhirnya adalah nilai tunai dengan *cost of capital* tertentu dari bunga periode yang diterima di masa yang akan datang ditambah dengan nilai jatuh temponya. Apabila bunga efektif lebih tinggi daripada bunga nominal maka nilai obligasi berada di bawah nilai nominal dan sebaliknya. Apabila bunga efektif sama dengan bunga nominal maka nilai obligasi sama dengan nilai nominalnya.
2. Investasi pada obligasi ini dicatat sebesar harga perolehannya. Jika harga perolehan lebih besar daripada nilai nominal maka selisih antara harga perolehan dan nilai nominal merupakan agio bagi investor. Agio ini harus diamortisasi selama masa pemilikan terhitung sejak tanggal pembelian sampai dengan tanggal penjualan sesuai dengan rencana. Amortisasi agio dicatat sebagai pengurangan pendapatan bunga. Sedangkan disagio yang juga diamortisasi selama masa pemilikan akan dibebankan sebagai penambah pendapatan bunga. Baik amortisasi agio maupun disagio dapat menggunakan dua alternatif metode, yaitu metode garis lurus dan metode bunga efektif.

3. Pada saat penjualan baik sebagian ataupun seluruhnya, rekening Investasi Jangka Panjang - Obligasi dikredit sebesar nilai bukunya, yaitu harga perolehan dikurangi agio yang sudah diamortisasi atau ditambah amortisasi disagio yang sudah dilakukan. Selisih antara nilai buku dan harga jual kembali merupakan rugi-laba. Rugi laba ini dilaporkan sebagai rugi-laba di luar usaha.
4. Investasi Jangka Panjang - Obligasi dilaporkan sebesar nilai bukunya. Jika pada tanggal laporan diketahui harga pasarnya maka agar lebih informatif harga pasar ini perlu dijelaskan.

BAB III
MANAJEMEN KREDIT

A. Kebijakan Kredit

Manajemen kredit yang efektif merupakan hal yang sangat penting, karena seperti yang akan dibahas pada bab ini, terlalu banyak kredit akan menambah biaya dalam bentuk investasi dan pemeliharaan piutang, sementara itu kredit yang terlalu sedikit juga dapat menyebabkan kerugian dalam penjualan.

Manajemen kredit memiliki fungsi, antara lain:

1. Menentukan kebijakan kredit apa yang harus diterapkan perusahaan
2. Melaksanakan kebijakan kredit tersebut
3. Dan menyesuaikan kebijakan kredit ketika dibutuhkan.

Kebijakan kredit merupakan susunan keputusan yang meliputi standar kredit perusahaan, syarat-syarat kredit, merode yang digunakan untuk mengumpulkan kredit, dan prosedur pengawasan kredit. Kebijakan kredit pada suatu perusahaan mengandung empat variabel, antara lain:

1. *Standar kredit*

   Merujuk pada kekuatan finansial minimum dari kredit konsumen yang dapat diterima dan jumlah kredit yang tersedia bagi konsumen yang berbeda.
2. *Syarat kredit*

   Meliputi kondisi dari penjualan kredit, seperti lama waktu pembayaran konsumen terhadap pembelian mereka, atau juga ditawarkan diskon bagi pelunasan yang lebih awal, dsb.
3. *Kebijakan penagihan perusahaan*

   Dimana diukur berdasarkan kemampuan dan kelemahan dalam menagih piutang perusahaan.

4. *Fungsi pengawasan*

   Yaitu evaluasi berkala dari piutang dan pola pembayaran konsumen untuk memastikan kebijakan kredit telah diadministrasikan dengan benar, dan untuk menentukan apakah diperlukan perubahan pada kebijakan kreditnya.

Standar kredit berarti kemampuan dan kelayakan kredit konsumen yang harus ditetapkan untuk mengetahui apakah sudah memiliki kualifikasi kredit. Standar kredit perusahaan dipakai untuk menentukan kualifikasi konsumen terhadap syarat kredit regular dan berapa besar kredit yang dapat diterima konsumen.

Mengatur standar kredit secara mutlak membutuhkan pengukuran terhadap kualitas kredit, yang ditetapkan karena adanya kemungkinan konsumen yang lalai, dan tidak membayar kreditnya.

Sistem 5 CS terdiri dari lima cakupan, yaitu:

1. *Karakteristik*

   Yaitu adanya kemungkinan konsumen yang melakukan kredit membayar dan melunasi hutang-hutangnya.

2. Kapasitas

   Yaitu penilaian subjektif mengenai kemampuan konsumen untuk melunasi kredit. Kapasitas menjadi alat ukur terhadap kemampuan konsumen yang melakukan kredit untuk menghasilkan uang yang cukup untuk melakukan kredit.

3. Kapital

   Yaitu diukur dengan cara melihat kondisi keuangan keseluruhan dari peminjam yang diindikasikan dari analisis terhadap laporan keuangannya.

4. Kolateral

   Yang digambarkan oleh asset peminjam yang dijaminkan sebagai bahan jaminan dalam rangka memperoleh kredit.

5. Kondisi

   Yaitu mengenai keadaan perekonomian, perkembangan wilayah geografis, ataupun perkembangan sektor ekonomi yang mungkin akan memberi pengaruh terhadap

kemampuan peminjam dalam melunasi kreditnya.

B. Sumber Informasi Kredit

Terdapat dua sumber utama dari informasi kredit. Yang pertama adalah *credit association,* yang merupakan kelompok lokal yang saling bertemu secara berkala dan saling berhubungan satu dengan yang lain untuk saling bertukar informasi tentang konsumen kredit. Sumber yang kedua merupakan informasi dari luar yang dihasilkan oleh *credit-reporting agencies,* dimana mereka mengumpulkan informasi kredit dan menjualnya untuk mendapatkan bayaran. Laporan kredit suatu bisnis yang umum meliputi beberapa informasi di bawah ini:

1. Laporan keuangan dan ikhtisar laba rugi
2. Beberapa ratio keuangan, yang berhubungan dengan informasi
3. Informasi yang diperoleh dari *supplier* perusahaan dapat memberitahukan apakah kredit dibayarkan tepat waktu atau tidak atau mungkin tidak dapat membayar kredit.
4. Deskripsi verbal mengenai kondisi fisik dari operasinal perusahaan
5. Deskripsi verbal mengenai latar belakang dari kepemilikan perusahaan, meliputi adanya pengalaman kebrangkutan di masa lalu, masalah hukum, masalah perpecahan, dan sejenisnya.
6. Ikhtisar rating, yang mengurutkan dari A untuk resiko bisnis yang dapat dikurangi sampai dengan F dimana dapat dianggap gagal membayar.

Menerapkan Suatu Standar Untuk Mengabulkan Suatu Kredit

Banyak perusahaan yang menggunakan satu metode yang disebut *MDA (Multiple Discriminant Analysis)* untuk melakukan penafsiran kualitas kredit. MDA serupa dengan analisis regresi ganda, dimana evaluasi terfokus dalam hal menentukan karakteristik mana yang terbaik yang dapat menggambarkan kemampuan dan kesanggupan konsumen dalam membayar kreditnya. Proses evaluasi tersebut dilakukan dalam bentuk ***credit-scoring system*** atau sistem penilaian kredit.

Satu hal yang menjadi keuntungan utama dari sistem penilaian kredit ini adalah kualitas kredit konsumen diekspresikan dalam

nilai angka tunggal dan bukan atas dasar penafsiran subjektif dari berbagai macam faktor.

Dalam hal penggunaan MDA, manajer kredit menggunakan penghitungan di bawah ini untuk mengevaluasi kelayakan kredit dari konsumen di masa mendatang:

Credit score = [3.0 x (TIE)] + [5.2 x (quick Ratio)] – [18.0 x (debt ratio)]+ [2.5 x (years in business)]

Kemudian, manajer kredit menentukan hasilnya sebagai *score*, yakni jika *score* berada di bawah 30 berarti konsumen memiliki resiko kredit yang rendah, 30-45 mengindikasikan resiko kredit yang cukup, dan *score* di atas 45 merupakan resiko kredit yang baik.

C. Syarat Kredit

Syarat kredit merupakan kondisi pembayaran yang ditawarkan kepada konsumen yang melakukan kredit; syarat-syaratnya meliputi panjang masa kredit atau periode kredit dan penawaran diskon.

Periode Kredit

Periode kredit merupakan periode waktu yang diberikan selama kredit; setelah masa itu, akun kredit dinyatakan menunggak.

Diskon Tunai

Diskon tunai atau *cash discount* merupakan potongan atau pengurangan harga faktur barang yang ditawarkan penjual untuk mendorong konsumen melakukan pembayaran lebih awal. Jika penjualan bersifat musiman, perusahaan dapat menggunakan **seasonal dating** untuk menentukan periode kredit.

Kebijakan Pengumpulan Kredit

Kebijakan pengumpulan adalah prosedur yang diterapkan perusahaan untuk mengumpulkan dan menagih akun kreditnya. Perusahaan harus menentukan kapan, dan bagaimana, pemberitahuan penjualan kredit akan disampaikan kepada pembeli.

Satu hal penting dalam kebijakan pengumpulan kredit adalah bagaimana akun yang yang jatuh tempo di masa lalu diatasi.

Memonitor Piutang

Pada bab 8, kita telah mempelajari bahwa jumlah keseluruhan dari piutang yang belum dibayarkan dapat ditentukan berdasarkan 2 faktor, yaitu:

1. Jumlah penjualan kredit
2. Waktu rata-rata antara penjualan dan pengumpulan.

Kebijakan kredit yang optimal akan mengoptimalkan tingkat piutang, tergantung kondisi operasional di masing-masing perusahaan.

Seperti yang telah dilihat di bab 8, ketika penjualan kredit dibuat, beberapa hal kemudian akan terjadi, seperti:

1. Inventori berkurang karena adanya *cost of goods sold*
2. Piutang meningkat karena penjualan
3. Perbedaan merupkaan suatu keuntungan, dimana dapat menjaga tingkat pendapatan. Jika penjualan dilakukan secara tunai, maka keuntungan akan didapatkan, tapi jika penjualan dilakukan secara kredit, keuntungan belum akan didapat sampai akun kredit diterima.

***Days Sales Outstanding* (DSO)**

DSO adalah waktu rata-rata yang dibutuhkan untuk mengumpulkan piutang; juga disebut *average collection period*. Rumusnya:

Average Daily Sales = ADS = Annual sales/ 360
DSO = Receivable/(annual credit sales/360) = receivables/ average daily sales

Aging Schedule

Merupakan suatu laporan yang menunjukkan berapa lama piutang tidak dibayarkan; laporan ini memisahkan piutang menjadi beberapa periode spesifik, yaitu menyediakan informasi mengenai proporsi piutang yang ada dengan proporsi piutang yang telah melewati masa jatuh tempo.

Penggunaan Komputer dalam Manajemen Piutang

Bisnis yang telah maju akan menggunakan sistem komputer untuk mencatat penjualan, untuk mengirim tagihan, untuk menjaga kapan tagihan harus dibayarkan, untuk memperingati manajer kredit kapan suatu akun jatuh tempo, dan untuk memastikan tindakan yang harus diambil untuk melakukan pengumpulan akun yang telah jatuh tempo.

Faktor Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Kredit

Ada beberapa faktor lain, diantaranya:

Keuntungan potensial

Jika dimungkinkan untuk melakukan penjualan kredit dan dapat menafsir biaya yang timbul akibat adanya piutang yang tidak dibayarkan, maka penjualan kredit dapat menjadi lebih menguntungkan dibandingkan penjualan tunai.

Pertimbangan legal

Merupakan suatu hal yang illegal apabila menawarkan persyaratan kredit yang menguntungkan hanya bagi satu konsumen atau kelas konsumen tertentu dibanding yang lainnya.

Instrumen Kredit

Instrument kredit terdiri dari:

1. *Open account*

   Yaitu pengaturan kredit dimana faktur ditandatangani oleh pembeli ketika barang telah diterima, setelah adanya kesepakatan antara pembeli dengan penjual.
2. *Promissory Notes*

   Yaitu dokumen resmi yang menerangkan tentang jumlah, tingkat bunga, jadwal pelunasan, serta ketentuan dan persyaratan lain dari suatu hutang; yang disebut IOU.
3. *Commercial Draft*

   Yaitu sebuah instrument kredit yang dibuat oleh penjual dan harus ditanda tangani pembeli sebelum dapat memiliki suatu kepemilikan atas barang.

4. *Sight Draft*
   Yaitu instrument yang berisi mengenai pembayaran konsumen atas barang yang diterima pembeli.
5. *Time Draft*
   Yaitu suatu naskah yang berisi mengenai jumlah pembayaran harus dibayarkan di suatu periode mendatang.
6. *Banker's Acceptance*
   Yaitu *time draft* yang mewajibkan pembeli untuk melakukan pembayaran di waktu mendatang, dimana pembayaran tersebut dijamin oleh bank.
7. *Conditional Sales Contract*
   Metode pembiayaan dimana penjual memegang hak kepemilikan barang yang dibeli konsumen sampai konsumen melunasi pembayarannya.

Menganalisa Usulan Perubahan dalam Kebijakan Kredit

Pertanyaan utama ketika memutuskan untuk mengajukan usulan perubahan kebijakan kredit adalah: "akankah perusahaan mengenali keuntungan bersihnya? Jika keuntungan tambahan yang diperkirakan dari perubahan kebijakan kredit tidak melampaui biaya yang juga akan bertambah, maka perubahan kebijakan kredit tidak perlu dibuat. Mengurangi kebijakan kredit akan menstimulasi penjualan, tapi jika biaya tambahan melebihi keuntungan yang diperkirakan maka perubahan tidak perlu dilakukan. Dengan kata lain, mengetatkan kebijakan kredit akan berakibat pada penyusutan penjualan, tapi penghematan biaya mungkin akan melebihi pendapatan yang akan hilang, dalam kasus ini perubahan kebijakan harus dilakukan.

BAB IV
MANAJEMEN PERSEDIAAN

A. Pengertian Persediaan

Persediaan merupakan pembentuk hubungan antara produksi dan penjualan produk. Persediaan memberikan fleksibilitas dalam pembelian, jadwal produksi dan pemberian jasa kepada pelanggan. Dalam perusahaan-perusahaan manufaktur, persediaan tersebut meliputi bahan baku, barang dalam proses (barang setengah jadi) dan barang jadi.

Persediaan pada umumnya merupakan salah satu jenis aktiva lancar yang jumlahnya cukup besar dalam suatu perusahaan. Hal ini mudah dipahami karena persediaan merupakan faktor penting dalam menentukan kelancaran operasi perusahaan.

Ditinjau dari segi neraca persediaan adalah barang-barang atau bahan yang masih tersisa pada tanggal neraca, atau barang-barang yang akan segera dijual, digunakan atau diproses dalam periode normal perusahaan. Sifat dan wujud persediaan sangat bervariasi tergantung sifat, jenis dan bidang usaha perusahaan. Persediaan bagi perusahaan yang satu mungkin bukan merupakan persediaan bagi perusahaan yang lain. Misalkan mobil, bagi perusahaan dagang kendaraan bermotor merupakan persediaan tetapi bagi perusahaan satu transportasi itu merupakan aktiva.

Manfaat persediaan ada 5 yaitu :

1. Memungkinkan pengguna sumber daya dan penjadwalan produksi secara efisien. Tanpa adanya persediaan jenis ini, tiap tahap produksi harus menunggu tahap sebelumnya menyelesaikan sebuah unit.
2. Persediaan bahan mentah memberi fleksibilitas dalam pembelian bagi perusahaan. Tanpa persediaan bahan mentah, perusahaan

harus memakai dasar 'hand-to-mouth,' membeli bahan mentah secara ketat untuk memenuhi jadwal produksinya.
3. Persediaan barang jadi memberi perusahaan fleksibilitas dalam jadwal produksi dan pemasarannya.
4. Persediaan dalam jumlah besar memungkinkan pelayanan yang efisien terhadap permintaan pelanggan.
5. Terdapat beberapa keuntungan dengan adanya peningkatan persediaan. Perusahaan dapat mempengaruhi ekonomi produksi dan pembelian serta dapat memenuhi pesanan dengan lebih cepat.

Perusahaan manufaktur pada umumnya mempunyai tiga jenis persediaan, yaitu:

1. Bahan baku

   Persediaan bahan baku dipengaruhi oleh perkiraan produksi, sifat musiman produksi, dapat diandalkannya pihak pemasok serta tingkat efisiensi penjadualan pembelian kegiatan produksi.
2. Barang dalam proses (barang setengah jadi)

   Persediaan barang dalam proses sangat dipengaruhi oleh lamanya produksi, yaitu waktu yang dibutuhkan sejak saat bahan baku masuk ke proses produksi sampai dengan saat penyelesaian barang jadi. Perputaran persediaan bisa ditingkatkan dengan jalam memperpendek lamanya produksi. Dalam rangka memperpendek waktu produksi, salah satu cara adalah dengan menyempurnakan teknik-teknik baru seperti manajemen persediaan tepat waktu (JIT). Cara lain adalah dengan membeli bahan-bahan dan bukannya membuat sendiri.
3. Barang jadi

   Persediaan barang jadi merupakan masalah koordinasi produksi dan penjualan. Manajer keuangan dapat merangsang peningkatan penjualan dengan cara mengubah persyaratan kredit atau dengan memberikan kredit untuk risiko yang kecil (*marginal risk*)

B. Biaya-Biaya Persediaan

Biaya-biaya yang berhubungan dengan persediaan

A. Biaya Penyimpanan
   1. Biaya gudang
   2. Asuransi
   3. Pajak kekayaan
   4. Biaya modal
   5. Penyusutan dan keusangan

B. Biaya Pemesanan
   1. Biaya memesan atau biaya penyetelan mesin *(setup cost)*
   2. Biaya pengiriman dan penangananya (bongkar-muat)
   3. Potongan harga karena jumlah pembelian besar

C. Biaya Persediaan Pengaman
   1. Kehilangan penjualan
   2. Kehilangan kepercayaan pelanggan
   3. Gangguan jadual produksi

Biaya Penyimpanan

Makin besarnya persediaan, makin besar pula biaya gudang, asuransi dan pajak kekayaan. Biaya penggudangan lebih terkait langsung dengan besarnya persediaan daripada dengan nilai barang yang dibeli. Akan tetapi, jenis biaya-biaya penyimpanan yang lain bisa naik turun mengikuti nilai persediaan. Selain itu, barang yang lebih berharga nilainya bisa membutuhkan tambahan perlindungan dan penjagaan. Dengan demikian, seringkali biaya gudang dan biaya-biaya penyimpanan dinyatakan dengan angka persentase terhadap nilai persediaan.

Biaya Pemesanan

Yang dimaksud dengan biaya pemesanan adalah semua biaya yang dikeluarkan untuk memesan barang bila barang tersebut dibeli dari pihak lain, biaya penyetelan mesin bila barang tersebut diproduksi sendiri. Biaya tersebut meliputi biaya sejak dilakukan pemesanan hingga pesanan itu sampai di gudang, biaya tersebut seperti biaya persiapan, penerimaan, pengecekan, penimbangan dan biaya lainnya hingga persediaan siap untuk diproses.

Persediaan Pengaman

Yang dinamakan persediaan pengaman adalah persediaan yang disimpan perusahaan dalam usaha mencegah kemungkinan kehabisan barang-barang untuk dijual. Jika persediaan pengaman tidak mencukupi, perusahaan akan menanggung rugi karena kehilangan kesempatan untuk menjual dan hilangnya kepercayaan pelanggan.

Biaya ini meliputi biaya pesan secara cepat atau khusus dan biaya produksi karena adanya operasi ekstra.

Contoh Soal 1 dan 2

PT Emerson berharap bisan menjual produknya sebanyak 3.600 buah selama tahun 19X0, dan perusahaan benar-benar yakin akan mampu mencapainya. Penjualan ini diharapkan merata setiap bulan dalam seterusnya, sehingga persediaan yang ada akan makin berkurang secara teratur dengan bertahap. Harga jual barang ini adalah Rp. 40.000 per unit. Data lengkapnya adalah sebagai berikut:

Data yang diperlukan untuk contoh EOQ

A = persediaan rata-rata
C = biaya penyimpanan dinyatakan dalam persentase terhadap harga pokok persediaan 25% per tahun
CP = biaya penyimpanan, dinyatakan dalam nilai rupiah per unit persediaan = Rp. 10.000 per tahun
EOQ = jumlah pesanan ekonomis
F = biaya pemesanan tetap = Rp. 5.400.000 per tahun
N = jumlah pesanan per tahun = U/Q
P = harga beli per unit persediaan = Rp. 40.000
Q = jumlah pesanan
S = persediaan pengaman
T = total biaya persediaan
U = unit pemakaian per tahun = 3.600
V = biaya pemesanan variabel, per pesanan = Rp. 125.000

Penyelesaian:

Bila perusahaan memutuskan untuk memesan sekali saja setahun, maka persediaan rata-rata adalah 3.600/2 = 1.800 unit, dan biaya penyimpanannya adalah 0,25 x Rp 40.000 x 1.800 = Rp

18.000.000. Bila perusahaan memesan dua kali setahun, maka persediaan rata-rata adalah separuh dari jumlah tadi, dan biaya penyimpanannya akan turun menjadi Rp 9.000.000 dan semikian seterusnya. Dengan perkataan lain, dalam contoh ini total biaya penyimpanan adalah sebesar Rp 10.000 x Q/2 atau sama dengan Rp 5.000 Q.

Biaya Pemesanan (*Ordering Cost*). Biaya tetap yang menjadi beban bagian pemesanan dalam contoh PT Emerson ini misalnya sebesar Rp 5.400.000. Selain itu terdapat biaya-biaya lain dalam kegiatan pemesanan, seperti menyiapkan spesifikasi, telepon dan biaya pengiriman. Total biaya pemesanan variabel adalah biaya memesan (V) dikalikan dengan frekuensi pesanan (N). Biaya memesan, mengirimkan dan menerima, yang kita sebut V tadi, diperlukan sebesar Rp 125.000 untuk setiap kali pesan. Maka,

Total biaya pemesanan = F + (V) (N)
= Rp 5.400.000 + Rp 125.000 (U/Q)
= Rp 5.400.000 + Rp 125.000 (3.600)/Q

Kuantitas Pemesanan Ekonomis (EOQ)

Melihat manfaat dan biaya yang timbul karena perusahaan mempertahankan persediaan, sangat penting bagi manajer keuangan untuk menentukan tingkat persediaan yang optimal. Terdapat berbagai cara untuk menentukan persediaan yang optimal yang dapat membantu manajer keuangan. Model tersebut mulai dari yang paling sederhana sampai yang paling kompleks. Kompleksitas model itu sebenarnya tergantung atas asumsi yang mendasari model tersebut.

Dalam model klasik, diasumsikan bahwa permintaan akan bahan di masa datang dapat diketahui dengan relatif pasti dan konstan dari waktu ke waktu. Selain itu *lead time* juga dapat diketahui dengan pasti.

Dengan demikian model klasik seperti EOQ ini mengabaikan biaya kehabisan bahan *(stockout costs*). Sedangkan model probabilistik yang lebih kompleks mengasumsikan bahwa baik kebutuhan maupun *lead time* tidak diketahui secara pasti.

EOQ sama dengan kuantitas persediaan untuk dipesan, sehingga total biaya persediaan dapat diminimumkan sepanjang

periode perencanaan perusahaan. EOQ merupakan konsep yang penting dalam pembelian bahan mentah dan penyimpanan barang jadi serta persediaan dalam pemindahan.

Contoh Soal 3

Sama dalam kasus Emerson, kita peroleh

$$\begin{aligned} EOQ &= \sqrt{\frac{2(\$125)(3{,}600)}{(0.25)(\$40)}} \\ &= \sqrt{\frac{\$900{,}000}{\$10}} \\ &= \sqrt{90{,}000} \\ &= 300 \text{ units per order} \end{aligned}$$

Bila EOQ ini dipesan 12 kali dalam satu tahun (3.600/300 = 12), atau setiap 30 hari, maka total biaya pemesanan dan penyimpanan persediaan akan minimum.

Pengembangan EOQ dengan *Safety Stock*

Pembahasan selama ini menganggap bahwa jumlah pemakaian (permintaan) diketahui dengan pasti dan jumlahnya tetap seragam sepanjang periode, dan bahwa waktu tenggang tidak pernah berubah. Salah satu atau kedua anggapan ini bisa saja tidak benar, sehingga model EOQ perlu dimodifikasi. Bentuk modifikasi ini biasanya dilakukan dengan menambah persediaan pengaman (*safety stock*) pada jumlah persediaan rata-rata.

Suatu kebijakan optimum akan meminimumkan total biaya persediaan pengaman. Biaya penyimpanan persediaan pengaman yang makin mahal harus dipertimbangkan terhadap biaya-biaya yang terjadi karena habisnya persediaan. Biaya penyimpanan yang makin tinggi ini merupakan hasil perkalian antara biaya penyimpanan tahunan per unit (CP) dengan jumlah persediaan pengaman (S). Biaya per tahun sebagai akibat kehabisan persediaan (*stock out*) akan bergantung pada empat faktor.

Biaya per tahun karena kehabisan persediaan =
Biaya kehabisan persediaan per unit × Jumlah unit kehabisan persediaan × Probabilitas kehabisan persediaan dalam satu siklus × Jumlah siklus persediaan per tahun.

Sistem Pengendalian Persediaan

Analisis *economical order quantity* dan *safety stock* memang dapat dipergunakan untuk menentukan tingkat persediaan yang tepat sepanjang asumsi yang mendasari terpenuhi. Namun demikian, masih diperlukan adanya sistem pengendalian persediaan. Sistem pengendalian persediaan dapat diterapkan mulai dari yang paling sederhana sampai yang paling kompleks. Beberapa sistem pengendalian persediaan tersebut akan dibahas pada bagian berikut ini.

Sistem Komputerisasi

Perkembangan teknologi komputer akhir-akhir ini telah mengubah sistem pengendalian persediaan. Banyak perusahaan besar memanfaatkan komputer dalam manajemen persediaan. Dengan komputerisasi, dimungkinkan pencatatan persediaan, pengurangan dan pengolahan data persediaan dilakukan dengan sangat cepat. Selain itu komputer dapat menyediakan data kapan harus dilakukan pesanan kembali.

Data yang disajikan mencakup pengurangan persediaan, penentuan harga pokok penjualan sampai dengan penyediaan margin atas produk yang dijual. Bahkan di negara maju telah banyak supermarket yang menghubungkan komputer mereka dengan *supplier*. Sehingga pihak *supplier* segera mengetahui tingkat persediaan dan kapan harus mengisi kembali. Dengan demikian supermaket tersebut dapat menekan tingkat persediaan pada tingkat yang sangat rendah sehingga perputaran persediaannya meningkat sangat tinggi.

Sistem *Just in Time*

Pada prinsipnya, metode ini hanya mensinkronkan kecepatan bagian produksi dengan bagian pengiriman. Metode ini mula-mula dikembangkan oleh perusahaan mobil Toyota. Toyota mencoba untuk menekan persediaan yang harus dipertahankan dengan cara menyesuaikan kecepatan porses perakitan atau asembling dengan pengiriman bahan dari *supplier*nya. *Sparepart* diterima hanya beberapa jam atau bahkan beberapa menit sebelum *sparepart* tersebut diperlukan dalam perakitan. Dengan cara ini tentunya

Toyota tidak perlu harus mempertahankan persediaan yang besar, tetapi ini diperlukan adanya koordinasi yang baik antara bagian perakitan dengan *supplier* baik menyangkut kuantitas, kualitas dan ketepatan spesifikasi lainnya.

Just-in time method ini tidak hanya dapat diterapkan di perusahaan besar tetapi dapat juga diterapkan oleh perusahaan kecil. Bahkan perusahaan kecil akan lebih mudah menerapkan *just-in time method* ini karena relatif lebih mudah dalam *redefine job function* dibandingkan dengan perusahaan besar. Bagaimana prospek metode *just-in time* ini di Indonesia, tampaknya penerapan metode ini masih menghadapi beberapa kendala. Khususnya yang menyangkut masalah transportasi.

Jika input yang diperlukan dipenuhi dari luar perusahaan maka masalah ketepatan pengiriman rupanya masih menjadi kendala terbesar. Ini disebabkan karena prasarana angkutan yang masih belum memadai, selain itu jaminan ketepatan baik kuantitas maupun kualitas input masih sangat memprihatinkan. Penerapan metode ini sangat memerlukan adanya komitmen bersama antara *supplier* dan perusahaan pemakai.

Out-scourcing

Alternatif lain dalam pengendalian persediaan ini adalah dengan cara membeli dari pihak luar. Dengan cara ini maka perusahaan tidak perlu harus memproduksi sendiri input yang diperlukan dalam proses produksi. Alternatif membeli dari luar dan dikombinasikan dengan *just-in time method* akan mampu menekan persediaan pada tingkat yang sangat rendah dan dengan demikian akan meningkatkan efisiensi dan profitabilitas perusahaan.

Meskipun demikian ada alasan lain pembelian input dari luar yakni semata-mata karena mungkin alternatif ini lebih murah dibandingkan dengan memproduksi sendiri input yang diperlukan.

Sistem Pengendalian ABC

Metode ini mengasumsikan bahwa pemakaian persediaan relatif konstan. Dalam kenyataannya tidak jarang tingkat pemakaian dan frekuensi pemakaian berubah setiap waktu. Untuk itu diperlukan satu metode dalam pengendalian persediaan yang memperhatikan

masalah tersebut. Metode ABC pada prinsipnya memperhatikan faktor: harga atau nilai persediaan, frekuensi pemakaian, risiko kehabisan barang, dan *lead time*. Barang-barang yang nilai, frekuensi pemakaian dan risiko kehabisan tinggi dikelompokkan kelompok A. Kelompok ini berarti mencakup kelompok barang yang sangat penting untuk diawasi dengan seksama.

Berikut adalah kelompok B yang mencakup barang-barang yang relatif kurang penting sedangkan di luar kedua kelompok tersebut dikelompokkan ke dalam kelompok C. Kelompok C ini mungkin saja secara kuantitas besar tetapi dari segi nilai relatif kecil dibandingkan dengan kelompok A. Dengan metode ini manajemen menitikberatkan pada kelompok A yang bernilai strategis bagi perusahaan. Karena ketidaktepatan dalam manajemen kelompok A akan berakibat sangat besar bagi kelangsungan perusahaan.

Material Requirement Planning (MRP)

Metode ABC di atas dimunculkan untuk mengatasi kompleksitas pada proses produksi dengan pemakaian persediaan material yang tidak konstan. Namun pada kasus dimana persediaan dan produksi atas suatu material ditentukan oleh produksi material yang lain (*dependent demand*), maka perusahaan dapat menggunakan *Material Requirement Planning* (MRP).

MRP pada hakikatnya merupakan sistem informasi yang berbasis komputer untuk penjadwalan produksi dan pembelian item produksi yang bersifat *dependen demand*. Informasi mengenai permintaan produk jadi, struktur dan komponen produk, waktu tunggu *(lead time)*, serta posisi persediaan saat ini dgunakan untuk meningkatkan efektivitasnya biaya produksi dan pembelian.

Asumsi yang melatar belakangi MRP adalah bahwa produk akhir merupakan hirarki yang terdiri dari asembli, sub-asembli, komponen, dan bahan baku. Produk akhir dibuat berdasar prakiraan permintaan atau pemesanan aktual akan produk tersebut. Dengan menggunakan permintaan produk akhir, struktur produk, serta *lead time*, sistem ini akan menentukan secara akurat berapa dan kapan suatu asembli, sub-asembli, atau komponen harus dibuat dan dipesan agar tersedia saat dibutuhkan untuk tahap produksi berikutnya tanpa membuat tingkat persediaan berlebihan.

Dalam perkembangannya kini telah muncul MRP II merupakan pengembangan MRP yang menggabungkan pemrosesan pesanan, tagihan, persediaan pada retailer serta aktivitas penggunaan karyawan dan mesin menjadi suatu sistem dalam perusahaan. Sehingga MRP II sifatnya lebih luas dibanding MRP karena melibatkan sistem pemesanan dan penjualan dalam membuat skedul produksi untuk produk akhir di masa depan. Generasi terbaru kini telah sampai pada MRP III.

C. Pengertian Pembiyaan Jangka Pendek

Pendanaan jangka pendek didefinisikan sebagai hutang yang semula dijadwalkan untuk dibayarkan dalam waktu satu tahun.

Kredit jangka pendek seringkali dijamin dengan suatu bentuk jaminan. Karena itu akan dibahas juga dua metode umum untuk menjamin pinjaman, pendanaan piutang dagang dan pendanaan persediaan.

Di samping itu, instrumen dan sumber keuangan baru yang eksotik telah dikembangkan dalam upaya menciptakan provisi yang atraktif bagi penerbit dan investasi dalam berbagai pola investasi, pengembalian dan risiko yang diinginkan. Inovasi keuangan ini berkaitan dengan perekayasaan keuangan yang telah dilakukan baik di pasar keuangan domestik maupun internasional. Manajemen keuangan jangka pendek mencakup sejumlah aspek yang membuat hal ini merupakan topik studi yang penting untuk dipelajari:

1. Hasil survei menunjukkan bahwa sebagaian besar waktu manajer tersita untuk kegiatan operasi perusahaan dari hari ke hari", yang kurang-lebih dapat diartikan sebagai manajemen modal kerja.
2. Lebih separoh dari jumlah aktiva perusahaan merupakan aktiva lancar. Sebagai bagian investasi yang besar dan mudah diuangkan, aktiva lancar memerlukan perhatian yang seksama dari manajer keuangan.
3. Manajemen modal kerja terutama sangat penting bagi perusahaan kecil. Walaupun perusahaan kecil ini dapat mengurangi investasi aktiva tetapnya melalui sewa atau *leasing* peralatan dan mesin, mereka tidak dapat menghindari kebutuhan kas, piutang

dan persediaan. Oleh karena itu, aktiva lancar sangat penting bagi para manajer perusahaan kecil. Dan karena akses jalan masuk perusahaan kecil ke pasar modal relatif sangat terbatas, penekanan haras ditujukan pada kredit dagang pinjaman bank jangka pendek, yang keduanya mempunyai pengaruh pada modal kerja perusahaan melalui peningkatan kewajiban lancar.

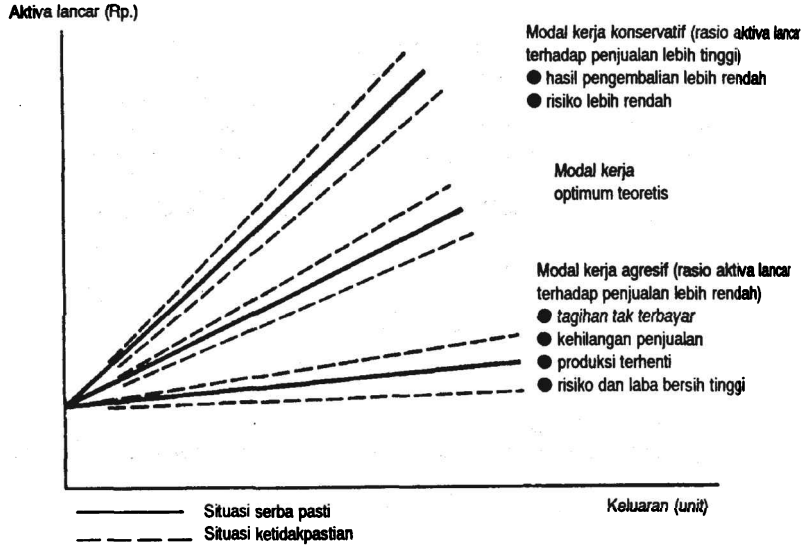
4. Adanya hubungan langsung antara pertumbuhan penjualan dengan kebutuhan untuk membiayai aktiva lancar. Misalnya, jika periode penagihan rata-rata (*average collection period*) perusahaan adalah 40 hari dan penjualan kredit per hari mencapai Rp 1.000.000, maka investasi pada piutang dagang adalah Rp 40.000.000. Jika penjualan meningkat menjadi Rp 2.000.000 perhari, maka investasi pada piutang dagang naik menjadi Rp 80.000.000. Peningkatan penjualan juga membutuhkan tambahan persediaan, dan mungkin juga tambahan kas. Semua kebutuhan tersebut memerlukan pembiayaan (*financing*), dan karena hubungannya langsung dengan volume penjualan, manajer keuangan perlu mengikuti perkembangan modal kerja perusahaan. Sudah barang tentu, kenaikan penjualan yang kontinyu membutuhkan tambahan aktiva tetap, yang juga memerlukan pembiayaan. Akan tetapi, investasi aktiva tetap, walaupun penting bagi strategi perusahaan jangka panjang, umumnya memiliki skala waktu yang lebih longgar untuk mencari pembiayaannya ketimbang investasi aktiva lancar.

Berbagai kredit jangka pendek tersedia bagi perusahaan, dan manajer keuangan harus mengetahui kelebihan dan kekurangan dari masing-masingnya. Kita mengevaluasi tiga sumber utama dana dengan jatuh tempo pendek. Dalam peringkat menurun menurut volume kredit yang diberikan, sumber itu adalah

(1) kredit dagang di antara perusahaan,
(2) pinjaman dari bank komersial, dan
(3) kertas komersial.

Kalau saja dapat diprakirakan dengan tepat, perusahaan akan menahan kasa persis sejumlah pengeluaran yang diperlukan, mengadakan persediaan persis sejumlah kebutuhan penjualan, mempertahankan piutang dagang persis sejumlah yang diperlukan

untuk kebijakan kredit yang optimum dan tidak menyimpan surat berharga, kecuali jika tingkat pengembaliannya melebihi biaya modal (suatu hal yang tidak mungkin terjadi). Jumlah aktiva lancar yang sesuai dengan prakiraan yang tepat merupakan jumlah optimum teroretis untuk mencapai laba maksimum perusahaan.


Aktiva lancar (Rp.)
Modal kerja konservatif (rasio aktiva lancar terhadap penjualan lebih tinggi)
● hasil pengembalian lebih rendah
● risiko lebih rendah
Modal kerja optimum teoretis
Modal kerja agresif (rasio aktiva lancar terhadap penjualan lebih rendah)
● tagihan tak terbayar
● kehilangan penjualan
● produksi terhenti
● risiko dan laba bersih tinggi
Keluaran (unit)
Situasi serba pasti
Situasi ketidakpastian

Gambar Hubungan antara Aktiva Lancar dengan Keluaran pada Situasi Kepastian dan Ketidakpastian

Jika unsur ketidakpastian dimasukkan ke dalam gambaran ini, maka manajemen aktiva lancar meliputi (1) penentuan jumlah kebutuhan minimum dari setiap jenis aktiva dan (2) penambahan persediaan pengaman (*safety stock*) sehubungan dengan kenyataan bahwa prakiraan yang dilakukan tidak sempurna. Garis putus pada gambar di atas menggambarkan variasi berbagai alternatif kebijakan aktiva lancar. Garis dengan kemiringan paling tajam menggambarkan kebijakan yang konservatif. Pada kebijakan aktiva lancar yang konservatif, perusahaan mempertahankan jumlah kas dan/atau surat berharga (misalnya deposito berjangka) yang relatif besar, mengadakan persediaan dalam jumlah besar dan penjualan ditingkatkan melalui kebijakan kredit yang longgar sehingga jumlah piutang dagang relatif tinggi. Garis paling bawah memiliki kemiringan (*slope*) yang paling kecil. Hal ini menggambarkan kebijakan aktiva lancar yang paling agresif dengan pembatasan

yang ketat atas kas, piutang dagang dan persediaan. Di antara kedua kebijakan tersebut adalah kebijakan moderat yang di gambarkan oleh garis dengan kemiringan yang sedang.

Aktiva lancar yang dipertahankan pada setiap tingkat keluaran (*output*), adalah tertinggi pada kebijakan konservatif dan terendah pada kebijakan agresif. Sebagai contoh, perusahaan yang menganut kebijakan aktiva lancar konservatif mempertahankan jumlah persediaan yang relatif besar. Jika menganut kebijakan agresif, maka tingkat persediaan pengamannya relatif minimum. Kebijakan agresif memerlukan investasi yang paling rendah, tetapi hasil pengembalian atas investasi pada aktiva lancar tergantung pada kebijakan aktiva yang lebih ketat yang akan mengurangi tingkat penjualan di bawah tingkat yang dicapai dengan kebijakan lainnya.

Kredit dagang merupakan kegiatan dunia usaha yang umum dilakukan oleh ke banyak industri bersifat tidak formal dan memperlancar usaha. Suatu perusahaan yang tidak bisa menerima kredit dari lembaga keuangan (karena kelalaian kreditnya), bisa menerima kredit dagang karena pengalaman sebelumnya telah membuat pihak penjual menilai kelaikan pelanggannya. Penjual mengetahui praktik-praktik dagang dari industri dan biasanya memiliki posisi yang baik untuk menilai kapasitas pelanggan dan menilai risiko menjual secara kredit. Jumlah kredit dagang berfluktuasi tergantung pembelian oleh para pelanggan, berdasarkan batas kredit yang dapat diberikan.

Apakah biaya kredit dagang lebih tinggi atau lebih rendah ketimbang bentuk pembiayaan yang lain merupakan suatu masalah tersendiri. Pembeli seringkali tidak mempunyai alternatif pembiayaan lain dan biayanya mungkin akan sepadan dengan risiko yang dipikul pihak penjual. Akan tetapi dalam beberapa hal, kredit digunakan karena pembeli tidak menyadari bahwa biayanya mahal. Pada situasi tertentu, analisis keuangan yang lengkap bisa menunjuk alternatif pembiayaan lain.

Pada kondisi ekstrem lainnya, kredit dagang sebetulnya merupakan suatu subsidi atau sarana promosi penjualan yang ditawarkan oleh penjual. Beberapa contoh dapat ditemukan di mana para produsen menyediakan sewa pembiayaan untuk perusahaan baru dengan cara menjual atas dasar kredit yang jangka waktunya

lebih longgar dari pada kredit yang diberikan perusahan baru. Suatu contoh adalah pabrikan yang ingin mendapatkan keagenan di daerah tertentu memberikan pinjaman kepada perusahaan baru untuk menutup biaya operasinya selama tahap-tahap awal dan mengatur pembayaran hutangnya sesuai dengan penerimaan kasnya. Walupun demikian, pihak pembeli harus berhati-hati bahwa dalam kejadian semacam itu tidak berarti bahwa perusahaan tidak membayar biaya atas pembiayaan yang tersembunyi dalam bentuk harga-harga produk yang lebih tinggi ketimbang harga yang bisa diperoleh di tempat lain. Memperpanjang jangka waktu kredit berarti tambahan biaya bagi perusahaan penjual, dan perusahaan ini mungkin saja telah menaikkan harga-harganya untuk menutup biaya kredit yang nampaknya diberikan secara cuma-cuma.

D. Biaya dari Hutang Dagang

Dalam kaedah kegiatan yang biasa, suatu perusahaan membeli perlengkapan dan bahannya secara kredit dari perusahaan lain, dan mencatan hutangnya sebagai hutang dagang. Hutang dagang, atau kredit dagang adalah satu kategori tunggal terbesar dari kredit jangka pendek, yang merupakan sekitar sepertiga dari kewajiban lancar peruhasaan bukan keuangan. Persentase ini agak lebih besar untuk perusahaan kecil. Karena perusahaan-perusahaan ini mungkin tidak memenuhi syarat untuk memenuhi syarat pendanaan dari sumber lain, mereka mengandalkan terutama pada kredit dagang. Kredit dagang merupakan sumber pendanaan spontan dalm arti bahwa hal ini timbul dari transaksi bisnis yang biasa.

E. Biaya dari Pinjaman Bank Jangka Pendek

Berikut ini akan diuraikan secara singkat ciri-ciri pokok pola pinjaman bank komersial:

- **Jenis Pinjaman**
  Pinjaman tunggal yang diperoleh suatu dunia usaha dari bank pada prinsipnya tidak berbeda dengan pinjaman yang diperoleh perorangan. Pada kenyataannya, seringkali sulit membedakan antara pinjaman bank untuk perusahaan

kecil dengan perusahaan perorangan. Pinjaman diperoleh dengan menandatangani surat promes (*promissory note*) konvensional. Pembayaran kembali dilakukan secara penuh pada saat jatuh tempo (tanggal jatuh tempo promes) atau dengan cara angsuran selama umur pinjaman.

Batas kredit (*line of credit*) merupakan suatu pengertian formal atau informal antara bank dengan peminjam yang menyangkut maksimum pinjaman yang diberikan bank kepada peminjam.

- **Ukuran Nasabah**

  Bank memberikan pinjaman ke perusahaan dengan berbagai ukuran. Jumlah uang yang dipinjamkan oleh bank komersial (bank dagang), sebagian besar diterima oleh perusahaan-perusahaan besar. Tetapi dari segi jumlah peminjam, lebih dari setengahnya merupakan perusahaan kecil dan menengah. Bank komersial setempat adalah pemasok utama dari sebagian besar jasa keuangan yang digunakan oleh perusahaan-perusahan tersebut. Jasa-jasa ini meliputi batas kredit, pinjaman hipotik, leasing, pinjaman untuk kendaraan bermotor dan pinjaman untuk peralatan.

- **Umur Pinjaman**

  Bank komersial mengkonsentrasikan kegiatannya pada pasar pinjaman jangka pendek. Dari segi jumlah uang yang dipinjamkan, dua pertiga dari pinjaman bank merupakan kredit jangka pendek, sedangkan pinjaman jangka panjang (pinjaman dengan jatuh tempo lebih dari satu tahun) hanya berjumlah sepertiganya.

- **Jaminan**

  Jika seorang calon peminjam masih diragukan kemampuannya (*questionable credit risk*) atau pembiayaan perusahaan melebihi jumlah yang menurut pertimbangan pejabat kredit bank layak tanpa jaminan, maka diperlukan adanya jaminan.

- **Saldo Kompensasi**
  Bank biasanya menentukan bahwa peminjaman reguler harus mempertahankan salo rekening giro (*checking account*) kira-kira sama dengan 15 atau 20 persen dari sisa pinjaman. Saldo yang harus dipertahankan tersebut biasa dikenal dengan saldo kompensasi yang merupakan cara untuk menaikkan suku bunga efektif.
- **Pembayaran Kembali Pinjaman Bank**
  Oleh karena pada umumnya simpanan di bank dapat ditarik menurut permintaan, maka bank-bank komersial berusaha mencegah perusahaan dalam menggunakan kredit bank untuk pembiayaan permanen.
- **Biaya Pinjaman Bank Komersial**
  Biaya pinjaman bank komersial bervariasi, dengan suku bungan efektif tergantung dari karakteristik perusahaan dan tingkat suku bunga yang berlaku.
- **Suku Bunga Reguler**
  Penentuan suku bungan efektif atau suku bunga yang sebenarnya dari suatu pinjaman tergantung pada suku bunga yang dinyatakan dan metode yang digunakan pemberi pinjaman, maka suku bunga yang dinyatakan merupakan suku bunga efektif. Misalnya, pinjaman sebesar Rp 20.000.000 selama satu tahun dengan suku bunga 10 persen, bunganya adalah Rp 2.000.000

$$\text{Pinjaman "Regular", bunga dibayarpada saat jatuh tempo} = \frac{\text{Bunga}}{\text{Jumlah Pinjaman}}$$

$$= \frac{\text{Rp } 2.000.000}{\text{Rp } 20.000.00} = 10\%$$

- **Suku Bunga Didiskonto**
  Jika bank menarik bunga pada saat pinjaman diberikan (mendiskonto pinjaman), maka suku bunga efektifnya akan meningkat.
- **Pinjaman Angsuran**
  Pinjaman angsuran dapat dibayar melalui dua cara. Pada pinjaman angsuran *add-on*, pinjaman bersih yang diterima sama dengan jumlah pinjaman nominal, tetapi bunga ditambahkan pada pinjaman pokok untuk menghitung angsuran bulanan. Pada pinjaman angsuran didiskonto, bunga dikurangkan dari pinjaman pokok untuk memperoleh pinjaman bersih yang diterima, sedangkan angsuran didasarkan pada nilai pinjaman nominal sepenuhnya.

F. Biaya dari *Comersial Paper* dan Aksep Bank

Surat Berharga (*Commercial Paper*)

Surat berharga (*commercial paper*) terdiri dari surat promes tanpa jaminan yang diterbitkan perusahaan untuk membiayai kebutuhan kredit jangka pendek. Beberapa surat berharga komersial, terutama sejumlah besar yang dikeluarkan oleh lembaga-lembaga keuangan, dijual langsung kepada investor, termasuk perusahaan bisnis, bank-bank komersial, perusahaan asuransi dan unit pemerintah pusat maupun daerah.

Masa jatuh tempo surat berharaga komersial biasanya berkisar dari dua bulan hingga satu tahun, dengan rata-rata sekitar lima bulan. Suku bunga utama surat berharga komersial bervariasi, tetapi pada umumnya sekitar setengah persen di bawah suku bungn pinjaman bisnis utama (*prime business loans*). Dan oleh karena saldo kompensasi tidak diperlukan untuk surat berharga komersial, perbedaan biaya efektifnya masih besar. Akan teatpi, faktor ini diimbangi sebagian dengan fakta bahwa perusahaan yang menerbitkan surat berharga komersial adakalanya diminta oleh dialer surat berharga komersial untuk memiliki jenis kredit bank yang belum digunakan untuk mendukung surat berharga

komersial mereka yang beredar, dan biaya yang haurs dibayarkan untuk jenis kredit ini.

Pasar surat berharga komersial mempunyai beberapa kelebihan:

1. Pasar memungkinkan distribusi surat berharga komersial yang paling luas dan paling menguntungkan.
2. Pasar menyediakan lebih banyak dana dengan suku bunga yang lebih rendah ketimbang yang disediakan cara lain
3. Peminjam terhindar dari ketidaknyamanan dan beban pengaturan pembiayaan dengan sejumlah institusi, yang masing-masing memerlukan saldo kompensasi.
4. Publisitas dan prestise peminjam bertambah karena produk dan surat berharga komersialnya menjadi lebih luas dikenal
5. Dealer surat berharga komersial sering kali memberikan nasihat yang bernilai kepada para klien.

Kelemahan dari pasar surat berharga komersial adalah bahwa seorang peminjam yang sedang dalam kesulitan keuangan menerima sedikit bantuan oleh karena jual-beli surat berharga komersial tidak bersifat pribadi.

Surat Aksep Bank

Surat aksep bank (*Banker's acceptance*) merupakan instrumen hutang yang diciptakan kreditor dan meningkatkan transaksi bisnis yang mencair dengan sendirinya, terutama dari kegiatan ekspor dan impor. Surat aksep bank merupakan metode pembiayaan jangka pendek yang efektif, karena penarik menggunakan manfaat jangka waktu sebelum dana tersebut jatuh tempo. Daya tarik surat aksep bank yang diperdagangkan di pasar sekunder, ditimbulkan dari dua ciri dasar. Pertama, surat aksep bank bersifat aman. Oleh karena surat aksep itu biasanya membiayai pengapalan dan penyimpanan barang, persediaan itu dapat dijadikan sebagai jaminan. Pengembalian kepada para investor biasanya sebanding dengan pengembalian pada sertifikat deposito. Selama periode inflasi, manakala para investor menjadi semakin selektif, surat aksep bank tampaknya lebih aman daripada surat berharga komersial atau bahkan lebih aman daripada sertifikat deposito beberapa bank. Kedua, jika surat aksep didukung dengan barang yang siap dipasarkan dan telah dikeluarkan surat tanda terima

gudang (*warehouse receipt*), maka surat aksep itu berhak memperoleh diskonto (*rediscount*) dari Bank Sentral Amerika Serikat.

Pembiayaan piutang dagang dapat berupa penyerahan piutang dengan atau menjual piutang dagang (*factoring*). Penyerahan, menjaminkan atau mendiskonto piutang dagan bercirikan fakta bahwa pemberi pinjaman tidak hanya memiliki hak gadai atas piutang dagang itu, tetapi juga berhak menuntut pembayaran kepada peminjam (penjual barang). Jika orang atau perusahaan yang membeli barang tidak membayar, maka perusahaan penjual harus menanggung kerugiannya. Dengan perkataan lain, risiko kegagalan pada piutang dagang yang dijanjikan tetapi berada di pihak peminjam.

Anjak piutang (*factoring*), atau menjual piutang dagang adalah pembelian piutang dagang oleh pemberi pinjaman tanpa hak menuntut pembayaran kepada peminjam (penjual barang). Pembeli barang diberitahu tentang transaksi ini dan melakukan pembayaran langsung kepada pemberi pinjaman. Oleh karena perusahaan *factoring* mengasumsikan risiko kegagalan pembayaran pada piutang ragu-ragu, maka perusahaan itu harus melakukan penilaian kredit. Dengan demikian, perusahaan *factoring* tidak hanya harus menyediakan uang, tetapi juga membentuk departemen kredit untuk para peminjam.

Jika sebuah perusahaan menyandang risiko kredit yang relatif baik, adanya persediaan saja mungkin sudah cukup menjadi dasar untuk menerima pinjaman tanpa jaminan. Jika perusahaan menyandang risiko kredit yang relatif buruk, maka lembaga pemberi pinjaman akan tetap meminta penyediaan jaminan, yang seringkali dalam bentuk hak gadai penuh terhadap persediaan. Alternatif lain adalah tanda terima kepercayaan (*trust receipt*), pembiayaan gudang (*field warehouse rinancing*) atau berupa sertifikat jaminan sebagai jaminan pinjaman.

Hak Gadai Penuh atas Persediaan

Hak gadai penuh atas persediaan (*blanket inventory lien*) memberikan hak gadai kepada lembaga pemberi pinjaman terhadap semua persediaan milik peminjam. Akan tetapi, peminjam tetap

bebas menjual persediaan tersebut. Jadi, nilai jaminan itu dapat berkurang.

Hak Terima Kepercayaan

Dengan adanya beberapa kelemahan pada pembiyaan melalui hak gadai atau persediaan, maka sering digunakan jenis jaminan lain yaitu tanda terima kepercayaan. Tanda terima kepercayaan (*trust receipt* ata TR) merupakan instrumen yang menyatakan bahwa peminjam memgang barang atas dasar kepercayaan bagi pemberi pinjaman bahwa peminjam memgang barang atas dasar kepercayaan bagi pemberi pinjaman.

Pembiayaan Pergudangan Lapangan

Pembiayaan gudang menggunakan persediaan sebagai jaminan. Suatu gudang penyimpanan umum bertindak sebagai pihak ketiga independen dalam bisnis penggudangan barang. Kadang-kadang gudangnya tidak praktis karena barang dalam bentuk curah dan beban transportasinya dari dan ke tempat peminjam. Pembiayaan gudang merupakan metoda pembiayaan yang murah jika "gudang" nya dibangun di tempat peminjam.

Karena perusahaan memiliki peringkat kredit yang kurang baik, bank akan memutuskan bahwa kegiatan penggudangan lapangan diperlukan untuk menjamin pinjaman. Gudang lapangan dibuat dan pengawasnya memberitahukan kepda lembaga pembeli pinjaman tentang daftar nomor barang yang disimpan dan berada di bawah pengawasannya. Berdasarkan pemberitahuan itu, lembaga pemberi pinjaman menyediakan dana yang dapat ditarik oleh perusahaan peminjam tersebut.

Jika perusahaan peminjam menerima pesanan pembelian, pesanan tersebut dikirim ke bank dan bank memberitahu pengawas untuk mengeluarkan persediaan. Telah disetujui bahwa jika perusahaan menerima pembayaran, maka transaksinya dilakukan melalui bank. Pembayaran ini akan mengurangi pinjaman ke bank.

Sertifikat Jaminan

Sertifikat jaminan (*collateral certificate*) menjamin adanya jumlah persediaan yang digadaikan sebagai jaminan pinjaman. Sertifikat

itu merupakan suatu pernyataan yang dikeluarkan secara periodik oleh pihak ketiga kepada pemberi pinjaman, yang menyatakan adanya persediaan dan akan tersedia jika dibutuhkan.

Metode pembayaran ini menjadi semakin populer, terutama karena fleksibilitasnya. Pertama tidak diperlukan pemisahan secara fisik ataupun pemisahan kepemilikan persediaan. Karena itu, sertifikat jaminan dapat juga digunakan untuk menutup persediaan dalam proses, sehingga lebih memperlancar pergerakan barang secara bebas. Kedua, sertifikat jaminan dapat dipakai untuk suatu rencana pembiayaan piutang dagang, yang memungkinkan pembiayaan dilanjutkan dengan mudah jika persediaan berubah menjadi piutang dagang. Ketiga, penerbit sertifikat biasanya memberikan sejumlah jasa untuk mempermudah administrasi pinjaman baik bagi peminjam maupun bagi pemberi pinjaman.

BAB V
PENGANGGARAN MODAL

A. Pengertian Penganggaran Modal

Penganggaran modal adalah merupakan proses perencanaan pengeluaran uang secara keseluruhan, dimana hasil-hasil pengembaliannya diharapkan terjadi dalam jangka waktu lebih dari satu tahun. Pemilihan jangka panjang waktu satu tahun tidaklah mutlak, akan tetapi lebih merupakan penggal waktu yang mudah untuk membedakan berbagai jenis pengeluaran. Contoh pengeluaran investasi yang jelas adalah pengeluaran untuk tanah, bangunan dan mesin, serta tambahan modal kerja alternatif sesuai dengan ekspansi pabrik. Suatu kampanye promosi dan pengiklanan, atau suatu program penelitian dan pengembangan juga mempunyai dampak lebih dari saru tahun, sehingga dapat juga digolongkan sebagai pengeluaran penganggaran modal.

Klasifikasi Proyek Investasi

a. Penggantian : pemeliharaan bisnis

Kategori ini terdiri dari pengeluaran untuk mengganti peralatan yang usang atau rusak yang digunakan dalam membuat produk yang menguntungkan. Proyek penggantian diperlukan jika perusahaan ingin melanjutkan usahanya. Isu satu-satunya di sini adalah: apakah operasi ini harus dilanjutkan dan haruslah kita melanjutkan penggunaan proses produksi yang sama? Pada umumnya adalah ya, sehingga keputusan pemeliharaan dibuat tanpa melalui proses keputusan yang rumit.

b. **Penggantian : pengurangan biaya**
Kategori ini termasuk pengeluaran untuk mengganti peralatan yang telah usang. Tujuannya adalah untuk menurunkan biaya tenaga kerja, bahan, dan input lainnya seperti listrik. Keputusan ini adalah bijaksana dan secara wajar bisanya memerlukan analisis yang terinci.

c. **Ekspansi produk atau pasar yang ada**
Di sini termasuk pengeluaran untuk meningkatkan output produk yang sudah ada, atau untuk memperluas outlet ritel atau fasilitas distribusi dalam pasar yang sekarang dilayani. Keputusan ini lebih kompleks karena memerlukan peramalan eksplisit tentang pertumbuhan permintaan. Kesalahfahaman lebih sering terjadi, sehingga diperlukan analisis yang lebih terinci. Juga, keputusan jadi/tidak jadi biasanya dibuat pada tingkat yang lebih tinggi dalam perusahaan.

d. **Ekspansi ke dalam produk atau pasar baru**
Ini adalah investasi untuk menghasilkan produk baru atau untuk memperluas ke daerah geografi yang saat ini tidak teryalani. Proyek ini melibatkan keputusan strategis yang dapat mengubah sifat mendasar bisnis, dan biasanya membutuhkan pengeluaran uang dalam jumlah besar dan pengembalian yang lebih lambat. Dalam proyek ini selalu diperlukan analisis yang terinci dan keputusan akhir biasanya dibuat pada tingkat paling atas-oleh dewan direksi sebagai bagian dari rencana strategis perusahaan.

e. **Proyek pengaman dan/atau lingkungan**
Kategoti ini meliputi pengeluaran yang diperlukan untuk memenuhi permintaan pemerintah, perjanjian tenaga kerja, atau polis asuransi. Pengeluaran ini disebut investasi jawib dan biasanya menyangkut proyek tanpa pendapatan. Bagaimana mereka menangani proyek ini tergantung pada ukurannya, di mana ukuran yang kecil akan diperlukan seperti kategori yang diuraikan di atas.

f. Lainnya

Kategori ini termasuk gedung perkantoran, pesawat terbang eksekutif, dan sebagainya. Bagaimana kategori ini ditangani bervariasi di antara perusahaan.

B. Prinsip Penilaian Investasi

Dalam membandingkan berbagai alternat penganggaran modal, maka perlu disusun beberapa pedoman. Apakah sifat-sifat suatu alternat yang ideal? Pengambilan keputusan yang optimal harus mempunyai empat alternatif :

1. Pertimbangan atas semua arus kas dengan tepat.
2. Pendiskontoan arus kas pada biaya modal yang sesuai, yaitu biaya kesempatan atas modal yang ditentukan oleh pasar.
3. Pemilihan satu proyek dari sekelompok proyek yang saling ekslusif (*mutually exclusive*), yang akan memaksimumkan kekayaan pemegang saham *(shareholdes' wealth).*
4. Memungkinkan para manajer mempertimbangkan setiap proyek secara alternatif dari proyek-proyek lain. Ketentuan ini dikenal sebagai prinsip penambahan nilai (*value additivity principle*).

Prinsip penambahan nilai berimplikasi bahwa jika diketahui nilai beberapa proyek secara terpisah yang diterima oleh manajemen, maka dengan menambahkan nilai-nilai tersebut (Vj), maka akan diperoleh nilai perusahaan. Jika terdapat N buah proyek, maka nilai perusahaan akan menjadi:

$$V = \sum_{j=1}^{N} Vj,\ j = 1,\ldots N.$$

Prinsip tersebut sangat penting karena dengan prinsip demikian berarti proyek-proyek akan dipertimbangkan berdasarkan keunggulannya masing-masing, tanpa perlu melihat berbagai kombinsinya dengan proyek lain.

Periode jangka pengembalian merupakan jumlah tahun yang diperlukan untuk menutup kembali pengeluaran investasi awal. Kesulitan metode jangka pengembalian adalah bahwa metode tersebut tidak mempertimbangkan seluruh arus kas dan tidak

menghitung nilai sekarang terhadap arus kasnya. Dengan tidak mempertimbangkan seluruh arus kas, berarti metode tersebut mengabaikan sejumlah besar arus kas alternat. Metode jangka pengembalian juga melanggar prinsip penambahan nilai.

$$\text{Payback Period} = \frac{I0}{CF}$$

DPB adalah jumlah tahun yang diperlukan agar jumlah arus kas yang didiskontokan dengan *k*, biaya modal, sama dengan nilai sekarang pengeluaran awal, metode ini mempunyai kelemahan tidak mempertimbangkan seluruh arus kas.

$$\text{Discounted Payback Period} = \frac{I0}{\text{Discounted CF}}$$

Tingkat pengembalian akuntansi adalah rasio laba bersih (NI) terhadap pengeluaran investasi rata-rata. Laba bersih sama dengan (Arus Kas CFt – Dep) dimana dep adalah penyusutan. Investasi rata-rata adalah rata-rata aritmatik dari nilai investasi awal dan akhir. ARR adalah rasio NI terhadap nilai aktiva tetap setelah disusutkan.

ARR tidak memperhitungkan nilai waktu dari uang. ARR membesar dengan bertambahnya umur aktiva bahkan juga jika besar NI tetap.

$$ARR = \sum_{t=1}^{n} \frac{CFt \div I0}{n}$$

Cara pendekatannya adalah dengan mencari nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan dari suatu investasi, yang didiskontokan pada biaya modal dan nilainya dikurangi dengan pengeluaran biaya awal proyek. Jika nilai sekarang bersih (NPV) nya positif, maka sebaiknya proyek dijalankan; jika alternat, maka sebaiknya proyek ditolak. Jika kedua proyek bersifat saling ekslusif, maka

yang dipilih adalah proyek dengan nilai sekarang bersih (NPV) yang tertinggi.

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CFt - I0}{(1+k)t}$$

Tingkat hasil pengembalian intern *(intern rate of return,* IRR) didefinisikan sebagai suku bunga yang menyamakan nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan, atau penerimaan kas, dengan pengeluaran investasi awal.

$$0 = \sum \frac{NCFt}{(1+ IRR)}$$

$$IRR = k1\ \% + [x \div x\text{-}y]\ \Delta\ k\%\ \text{ atau}$$

$$k2\ \% + [y \div y\text{-}x]\ \Delta\ k\%$$

$$\Delta\ k\% = k2\ \% - k1\ \%$$

Proyek yang memiliki Profitability Index lebih besar daro 1.0 menunjukan bahwa proyek tersebut memiliki tingkat pengembalian lebih besar dari investasi awalnya (I0)

$$\text{Profitability Index} = \frac{GPV}{I0}$$

C. Teknik Penyusutan Arus Kas

Initial cashflow (Io) : harga beli mesin
+/+ biaya (mis: transportasi dan pemasangan)
+/+ tambahan modal kerja bersih (jika ada)
= initial outlay (Io)

Operating cashflow (OCF) = EBDIT (1-t) + Tax (Depresiasi)
= EBIT (1-t) + Depresiasi
= EAT + Depresiasi + (1-t) interest expense

Terminal cashflow (TCF) = OCF (tahun terakhir) + modal kerja bersih + nilai sisa

Jika pada akhir tahun mesin dijual dengan harga berbeda dari nilai sisa maka terminal *cashflow* menjadi : = OCF + modal kerja bersih + nilai jual + tax gain (- tax loss)

Dimana:

- Jika nilai jual > nilai sisa maka terjadi tax loss sehingga mengurangi TCF.
  (tax x (selisih nilai jual dan nilai sisa))
- Jika nilai jual < nilai sisa maka terjadi tax gain sehingga menambah TCF.
  (tax x (selisih nilai jual dan nilai sisa)

Arus kas proyek penggantian

Initial cashflow = harga beli mesin baru
+/+ biaya (transportasi dan pemasangan)
-/- harga pasar mesin lama saat ini
+/+ tambahan modal kerja bersih mesin baru
-/- tambahan modal kerja bersih mesin lama
-/- tax saving dari penjualan mesin lama (kalo rugi)
Atau
+/+ tax loss dari penjualan mesin lama (kalo untung)
= initial outlay (Io)

Operating cashflow (OCF) → incremental OCF :
= Δ EBDIT (1-tax) + tax (Δ depresiasi)
= Δ EBIT (1-tax) + Δ depresiasi
= Δ EAT + Δ depresiasi + (1-tax) Δ interest expense

Terminal cashflow (TCF)= incremental OCF + modal kerja + nilai sisa mesin baru

Jika pada akhir tahun mesin dijual dengan harga berbeda dari nilai sisa, maka terminal value menjadi: = incremental OCF + modal kerja bersih + nilai jual mesin baru + tax gain (- tax loss)

Dimana :

- Jika nilai jual > nilai sisa maka terjadi tax loss sehingga mengurangi TCF

(tax x (selisih nilai jual dan nilai sisa))

- Jika nilai jual < nilai sisa maka terjadi tax gain sehingga menambah TCF
  (tax x (selisih nilai jual dan nilai sisa))

D. Dampak Inflasi

Dampak inflasi setidaknya memerlukan dua tahap pembahasan: inflasi netral dan inflasi nonnetral. Inflasi netral berarti bahwa semua harga dan biaya naik secara proporsional sehingga struktur umum harga dan biaya tetap sama. Inflasi nonnetral berarti bahwa harga dan biaya mungkin naik dengan derajat yang berbeda-beda sehingga sebagian pemegang andil memperoleh keuntungan dan sebagian rugi karena inflasi.

Dalam inflasi netral terjadi beberapa hubungan suku bunga yang mendasar. Dalam inflasi netral kita memperoleh hasil yang sama baik jika analisis dilakukan dalam angka riil atau dalam angka nominal. Dalam inflasi nonnetral hasilnya tergantung pada fleksibilitas alternat pendapatan dan biaya.

Dalam inflasi nonnetral, harga jual mungkin naik lebih cepat daripada biaya upah. Jika demikian, pendapatan dan laba perusahaan mungkin memperoleh keuntungan dengan mengorbankan pendapatan upah, atau upah naik dengan lternati adanya inflasi sehingga pendapatan dan laba perusahaan dapat ditekan. Suku bunga pada kupon obligasi kemungkinan mengandung biaya bunga tambahan untuk memainkan lternati inflasi dan sampai pada tingkat tertentu, risiko inflasi yang tidak pasti. Jika inflasi sebenarnya melebihi premi inflasi dalam kupon obligasi tersebut, para pemegang obligasi akan mengalami kerugian. Sebaliknya, jika inflasi lebih rendah daripada yang diperkirakan, mereka untung.

Inflasi kemungkinan akan menekan laba setelah pajak karena ltern pajak A.S yang sekarang berlaku mengenakan pajak atas laba nominal dan bukan laba rill. Jadi perlindungan pajak yang diberikan oleh beban penyusutan adalah tetap dalam angka nominal. Maka dengan inflasi yang lebih tinggi, nilai rill dari perlindungan pajak penyusutan ini menurun. Dalam hal ini nilai sisa naik karena inflasi, keuntungannya dikenai pajak walaupun angka

rill mungkin tidak ada kenaikan nilai sisa. Tanpa indeksasi untuk inflasi, ltern pajak akan menurunkan nilai rill dari perlindungan pajak dan dikenaikan gadungan dalam nilai sisa.

Pemilihan berbagai alternatif proyek dengan skala yang sama tetapi umur yang berbeda dan masing-masing proyek dapat diulang,

- Pemilihan tipe (merk) mesin dengan harga yang sama, tetapi hasil dan umur yang berbeda
- Pemilihan jangka waktu panen yang berbeda untuk ladang yang sama
- Pemecahan menurut Weston
- Bila kedua proyek dapat diulang maka kedua proyek diulang sehingga mempunyai umur yang sama
- Kemudian dibandingkan NPV nya
- Proyek dengan NPV tertinggi yang dipilih

Contoh yang baik tentang pemilihan proyek-proyek yang bersifat saling ekslusif *(mutual exclusive*) dengan umur yang berbeda salah keputusan tentang kapan pohon-pohon tumbuh dipanen, atau kapan whiski yang sedang diproses tuakan di botol. Misalnya, pohon yang sedang tumbuh dapat dipanen setelah empat tahun, lima tahun dan sembilan tahun. Setiap tanggal panen merupakan alternatif paling ekslusif. Dalam kenyataannya jumlah alternatif keputusan untuk panen adalah tak terhingga, dan di sini hanya dipilih saat permanen optimal yang akan memaksimumkan kekayaan pemegang saham.

Salah satu aspek penting dalam masalah pemanenan pohon adalah bahwa proyek dapat diulang tak terhingga kali. Jika diputuskan untuk dipanen setelah lima tahun, berarti proyek diulang dengan menanam ulang pada area yang sama dan menunggu lima tahun untuk panen kembali. Akibatnya, keputusan untuk memanen setelah lima tahun sebenarnya merupakan suatu strategi jangka panjang yang berlangsung tanpa batas.

Proyek dengan kondisi tidak pasti

- Investasi dilakukan sekarang, sedangkan hasilnya di terima di masa datang
- Investor hanya bisa memperkirakan kondisi ekonomi dan

lingkungan yang akan terjadi serta probabilita terjadinya kondisi tersebut

- Investor bisa memperkirakan arus kas hasil investasi untuk setiap kondisi
- Investor hanya mengharapkan keuntungan (hasil) yang akan diperolehnya pada masa datang
- *Expected return* = rata-rata tertimbang dari seluruh kemungkinan hasil
- Rasio Investasi = besarnya penyimpangan yang mungkin terjadi dari hasil yang diharapkan.

BAB VI
STRUKTUR KEUANGAN DAN STRUKTUR MODAL

A. Pengertian Struktur Keuangan dan Biaya modal

Struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivanya yang dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca (passiva). Terdiri dari hutang jangka pendek,hutang jangka panjang dan modal pemegang saham.

Unsur dari struktur keuangan, terdiri-dari :

- HUTANG JANGKA PENDEK
  - Hutang bank jangka pendek (modal kerja)
  - Hutang dagang
  - Hutang jangka pendek lainnya
- HUTANG JANGKA PANJANG
  - hutang bank jangka panjang
  - obligasi
- SAHAM PREFEREN
- SAHAM BIASA

Sedangkan,

Struktur modal adalah sumber dana jangka panjang yang tertanam dalam perusahaan dengan jangka waktu > satu tahun.

Struktur modal *(capital structure)* terdiri dari komponen sumber dana jangka panjang berupa:

- Hutang jangka panjang
- Saham preferen
- Saham biasa (*common equity*)
  - Modal disetor
  - Agio saham/ disagio saham
  - Laba ditahan

Struktur modal suatu perusahaan merupakan sebagian dari struktur keuangannya dan kedua struktur di atas dapat dianalisa atas dasar nilai buku atau nilai pasar.

Perhitungan biaya modal terdiri-dari:

- Atas dasar ruang lingkup
  - Biaya modal individual
  - Biaya modal keseluruhan (WACC)
- Atas dasar pajak
  - Biaya modal sebelum pajak
  - Biaya modal sesudah pajak
- Atas dasar nilai
  - Biaya modal atas dasar nilai buku (akuntansi)
  - Biaya modal atas dasar nilai pasar

Menghitung biaya bunga ada 2 tahap:

1. Biaya hutang (kd,kdT)
   a. Biaya saham preferen (kp)
   b. Biaya saham biasa (Kp)
   c. Biaya RE/ laba ditahan (Kr)
2. Biaya total rata-rata (weighted average cost of capital/ WACC=k)

B. Konsep Leverage Keuangan dan Resiko

Leverage keuangan adalah rasio antara nilai buku seluruh hutang (debt= D) terhadap total aktiva (total asset = TA) dalam terminologi nilai buku atau hutang dari nilai pasar (B) terhadap nilai total (V) dari suatu perusahaan dalam terminologi nilai pasar.

Dampak penggunaan leverage keuangan (hutang) dapat berupa :

1. Hutang menimbulkan beban bunga yang tetap harus dibayarkan
2. beban bunga akan mempengaruhi EAT dan selanjutnya mempengaruhi ROE.
3. Perubahan leverage keuangan akan mempengaruhi ROE dan Resiko Keuangan.

Beberapa hal yang dibahas, antara lain:

- Semakin banyak % hutang, semakin tinggi tingkat bunga yang isyaratkan oleh kreditur.
- Kenaikan leverage keuangan sampai batas tertentu umumnya akan meningkatkan ROE dan setelah itu tambahan leverage

keuangan akan menurunkan ROE.

- Kenaikan leverage keuangan akan meningkatkan resiko keuangan.
- Resiko keuangan dicerminkan oleh DFL, standar deviasi ROE atau Beta perusahaan.

$$\text{Tingkat keuangan (DFL)} = \frac{\%\text{ perubahan dalam laba bersih}}{\%\text{ perubahan dalam EBIT}}$$

Kita dapat mengembangkan persamaan ini lebih lanjut dengan menotasikan bahwa laba bersih diartikan sebagai:

$$NI = (EBIT - rD)(1-T)$$

Dan bahwa karena beban bunga, rD bersifat konstan, perubahan dalam laba bersih ialah

$$\Delta NI = \Delta EBIT\ (1-T)$$

Karenanya tingkat leverage keuangan dapat di tulis sebagai:

$$DFL = \frac{\frac{\Delta EBIT\ (1-T)}{(EBIT-rD)(1-T)}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{EBIT}{EBIT-rD}$$

Hubungan yang unik antara resiko sistematis (misalnya, beta dalam model penetapan harga aktiva modal) dan tingkat hasil pengembalian yang pasar perlukan atas satu surat berharga.

Salah satu penerapan dari konsep ini ialah prosedur untuk menaksir biaya ekuitas menggunakan CAPM :

$$ks = Rf + (E(Rm) - Rf) - Rf)\ ßs$$

keterangan:

Ks = biaya ekuitas

Rf = return bebas resiko

Rm = return portfolio pasaR

C. Resiko Bisnis dan Keuangan

Resiko Bisnis

Yaitu ketidakpastian yang melekat dalam proyeksi tingkat pengembalian aktiva (ROA) masa depan, merupakan satu-satunya determinan terpenting dari struktur modal perusahaan.

Resiko bisnis tergantung pada sejumlah faktor, antara lain:

1. **Variabilitas permintaan (unit yang terjual)**
   Dengan asumsi hal-hal lain tetap, semakin stabil penjualan unit perusahaan, semakin kecil tingkat resikonya. Jumlah persaingan yang dihadapi suatu perusahaan merupakan faktor yang berpengaruh.
2. **Variabilitas harga jual**
   Perusahaan dimana produk-produknya dijual dalam pasar yang sangat mudah berubah menghadapi resiko bisnis yang lebih tinggi daripada perusahaan sejenis yang harga jual produknya relatif stabil. Terlebih lagi jumlah persaingan yang dihadapi merupakan faktor yang sangat penting.
3. **Variabilitas harga masukan**
   Perusahaan yang biaya masukannya, termasuk biaya pengembangan produk, sangat tidak pasti dalam menghadapi risiko bisnis yang tinggi.
4. **Kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan**
   Sejumlah perusahaan menghadapi sedikit kesulitan dalam menaikkan harga produknya apabila biaya masukan naik, dan semakin besar kemampuan perusahaan menyesuaikan harga keluaran, maka semakin kecil resiko bisnisnya. Faktor ini penting dalam kondisi tingkat inflasi yang tinggi.
5. **Sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap: leverage operasi**
   Jika persentasi tinggi dari biaya adalah tetap, sehingga tidak menurun apabila permintaan menurun, maka hal ini akan memperbesar resiko bisnis perusahaan. Faktor ini disebut leverage operasi.

Leverage keuangan (*operating leverage*) adalah seberapa biaya tetap digunakan dalam operasi suatu perusahaan. Dalam istilah bisnis, bila hal-hal lain tetap, tingkat leverage yang operasi yang tinggi, berarti perubahan laba operasi yang besar.

Titik impas (*break event point*) adalah volume penjualan dimana total biaya sama dengan total pendapatan, yang mengakibatkan laba operasi (EBIT) sam dengan nol.

Penjualan = Biaya

$$PQ = VQ + F$$

$$PQ - VQ - F = 0$$

Jadi $Q_{BE} = \frac{F}{P-V}$

Risiko Keuangan

Yaitu kenaikan risiko pemegang saham, yang melebihi risiko bisnis dasar, sebagai akibat dari penggunaan leverage.

Leverage keuangan (*financial leverage*) adalah suatu ukuran yang menunjukkan sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan.

D. Penetapan Struktur Moral yang Optimal Berisi:

a. Pengaruh *financial leverage* terhadap EBIT dan EPS

Untuk memahami hubungan diantara leverage keuangan dan EPS, pertama-tama mari kita melihat tabel berikut, yang memperlihatkan biaya utang Bigbee akan berubah jika ia menggunakan persentase utang yang berbeda. Semakin tinggi persentase utang, semakin tinggi resiko utang tersebut, sehingga semakin tinggi suku bunga yang akan dibebankan oleh pemberi pinjaman.

Jumlah Yang Dipinjam	Rasio Utang/ Aktiva	Suku Bunga, kd, Pada Semua Utang
$20.000	10%	8,0%
$40.000	20%	8,3
$60.000	30%	9,0
$80.000	40%	10,0
$100.000	50%	12,0
$120.000	60%	15,0

Asumsikan bahwa perushaan harus meminjam dalam kelipatan $20.000. Kita juga mengasumsikan bahwa Bigbee tidak dapat meminjam lebih dari $120.000, yang merupakan 60% dari aktivanya sebesar $200.000, karena pembatasan

anggaran dasar perseroannya.

b. I*ndifference point* of EPS

Tabel EPS dengan jumlah leverage keuangan yang berbeda-beda (dalam ribuan dollar, kecuali angka per saham)

5

I. Perhitungan EBIT			
Probabilitas penjualan yang ditunjukkan	0,2	0,6	0,2
Penjualan	$100,0	$200,0	$300,0
Biaya tetap	40,0	40,0	40,0
Biaya variable (60% dari penjualan)	60,0	120,0	180,0
Biaya total(kecuali bunga)	$100	$160	$220
Laba sebelum bunga dan pajak (EBIT)	$0,0	$40,0	$80,0
II. Situasi jika Utang/aktiva (D/A)=0%			
EBIT (dari bagian I)	$ 0,0	40,0	80,0
Dikurangi bunga	0,0		
Laba sebelum pajak (EBT)	$ 0		
Pajak (40%)	0		
Laba bersih	$0,0	$24,0	$48,0
Laba per saham (EPS) atas 10.000 saham [a]	0,0	$2,40	$4,80
EPS yang diharapkan		$2,40	
Deviasi standarEPS		$1,52	
Koefisien variasi		0,63	
II. Situasi jika Utang/aktiva (D/A)=50%			
EBIT (dari bagian I)	0,0	40,0	80,0
Dikurangi bunga (0,12x$100.000)	12,0	12,0	12,0
Laba sebelum pajak (EBT)	($12,0)	$28,0	$68,0
Pajak (40%;kredit pajak atas kerugian)	4,8	(11,2)	(27,2)
Laba bersih	($7,2)	16,8	40,8

Laba per saham (EPS) atas 5.000 saham [a]	($1,44)	$3,36	$8,16
EPS yang diharapkan		$3,36	
Deviasi standarEPS		3,04	
Koefisien variasi		0,90	

[a]Angka EPS juga dapat dihitung dengan rumus berikut, dimana pembilangnya diambil dari laporan rugi-laba pada suatu tingkat penjualan yang disusun secara mendatar:

$$EPS = \frac{\text{(penjualan-biaya tetap-biaya variable-bunga)(1-pajak)}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

$$= \frac{\text{(EBIT-1)(1-T)}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Misalnya, untuk utang sebesar nol dan penjualan = $200.000, EPS sama dengan $2,40

$$EPS_{D/A=0} = \frac{(\$200.000 - \$40.000 - \$120.000 - 0)\ (0,6)}{10.000} = \$2,40.$$

6

Untuk utang sebesar 50% dan Penjualan = $200.000, EPS adalah $3,36

$$EPS_{D/A=0,5} = \frac{(\$200.000 - \$40.000 - \$120.000 - \$12.000)\ (0,6)}{5000} = \$3,36$$

Tingkat penjualan yang akan menyamakan EPS pada kedua kebijakan pembiayaan tersebut, atau tingkat penjualan yang indiferen, diperoleh dengan menetapkan $EPS_{D/A=0,5}$ dan kemudian menghitung S_I:

$$EPS_{D/A=0} = \frac{(S_I - \$40.000 - 0,6S_I - 0)\ (0,6)}{10.000}$$

$$= \frac{(S_I - \$40.000 - 0,6S_I - \$12.000)\ (0,6)}{5.000} = EPS_{D/A=0,5}$$

Dengan memasukkan nilai penjualan ini ke dalam salah satu atau kedua persamaan tersebut, kita akan mendapatkan EPS_I, yaitu laba per saham pada titik "indiferen" ini. Dalam

contoh kita, EPS_I = $1,44

c. Struktur modal / harga saham – biaya modal

Struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang memaksimumkan harga saham perusahaan, dan ini memerlukan rasio utang yang memaksimumkan EPS.

Harga saham berkaitan secara positif dengan dividen yang diharapkan tetapi berkaitan secara negatif dengan tingkat pengembalian yang disyaratkan pada ekuitas. Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi, jadi selama tingkat utang yang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, leverage bekerja mengungkit harga saham. Namun, tingkat utang yang lebih tinggi juga meningkatkan risiko perusahaan, yang menaikkan biaya ekuitas dan selanjutnya menurunkan harga saham. Jadi, sekalipun kenaikan rasio utang dari 40 ke 50 persen menaikan EPS, kenaikan EPS yang terjadi kurang sepadan dengan dibandingkan dengan kenaikan dalam risiko.

Taksiran Harga saham dan biaya modal untuk Bigbee dengan rasio utang/ aktiva yang berbeda

Utang/ Aktiva	kd	EPS yang diharapkan (dan DPS)[a]	Estimasi Beta	Ks (k_{RF} + (k_M- k_{RF}) b)[b]	Estimasi Harga [C]	Hasil Rasio P/E	Rata-rata tertimbang dari biaya modal (WACC)[d]
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
0%	-	$2,40	1,5	12%	$20	8,33	12%
10	8%	2,56	1,55	12,2	20,98	8,20	11,46
20	8,3	2,75	1,65	12,6	21,83	7,94	11,08
30	9	2,97	1,8	13,3	22,50	7,58	10,86
40	10	3,2	2	14	22.86	7,14	10,80
50	12	3,36	2,3	15,2	22,11	6,58	11,20
60	15	3,3	2,7	16,8	19,64	5,95	12,12

A. Bigbee membagika semua labanya sebagai dividen, jadi EPS = DPS

B. Kita mengasumsikan bahwa kRF= 6% dan kM = 10%. Karena itu, untuk utang/aktiva sebesar nol, kS = 6% + (10% - 6%)1,5=6%+6%=12%. Nilai-nilai kS lainnya dihitung dengan

cara yang sama

C. karena semua laba dibagikan sebagai dividen, tidak ada laba ditahan yang ditanamkan kembali dalam usaha sehingga pertumbuhan EPS dan DPS = 0. Karena itu, model penetapan harga saham yang dikembangkan dapat digunakan untuk membuat estimasi harga saham Bigbee. Misalya, pada utang/ aktiva = 0

8

$$Po = \frac{DPS}{kS} = \frac{\$2,40}{0,12} = \$20$$

Harga-harga saham lainnya dihitung dengan cara yang sama

D. kolom 8 dihitung dengan menggunakan persamaan biaya rata-rata tertimbang dari modal (Weigted Average Cost of Capital/ WACC), yaitu:

$$WACC = w_d k_d (1-T) = w_{ce} k_s$$
$$= (D/A)\ (k_d)(1-T0+(1-D/A)k_s$$

Misalnya, pada D/A = 40%

WACC = 0,4(10%)(0,6)+0,6(14%)= 10,8%

Disini kita menggunakan bobot nilai buku,tetapi bobot nilai pasar secara teoritis akan lebih baik

E. Analisis Likuiditas dan Arus Kas

Ada sejumlah kesulitan praktis sehubungan dengan jenis analisis yang telah diuraikan sejauh ini yaitu :

a. Pada dasarnya tidak mungkin menentukan secara pasti bagaimana resiko P/E (harga/laba) atau tingkat kaptalisasi ekuitas (nilai-nilai Ks) dipengaruhi oleh tingkat leverage keuangan yang yang berbeda-beda. Hal terbaik yang dapat kita lakukan adalah membuat "dugaan terarah" (*educated guesses*) mengenai hubungan ini.
b. Pada manajer suatu perusahaan mungkin lebih atau kurang konservatif dari pada pemegang saham rata-rata, sehingga mungkin saja manajemen menetapkan target struktur modal yang berbeda dari yang akan memaksimumkan harga saham. Namun, jika hasil yang dicapai manajemen jauh di bawah target,

akan besar peluang bagi perusahaan atau kelompok manajemen lain untuk mengambil alih perusahaan tersebut, menaikkan *leverage*-nya, yang pada akhirnya kenaikan nilainya.

c. Manajer perusahaan besar, khususnya yang memberikan pelayanan vital seperti listrik atau telepon, bertanggung jawab untuk menyediakan pelayanan yang berkelanjutan; karena itu, mereka harus menghindari penggunaan *leverage* yang membahayakan kelangsungan jangka panjang perusahaan.

9

d. Karena semua hal tersebut, para manajer memperhatikan secara serius pengaruh leverage keuangan terhadap risiko kebangkrutan, sehingga analisis atas faktor ini merupakan masukkan penting dalam semua keputusan yang menyangkut struktur modal. Dengan demikian, manajemen memberikan bobot yang tinggi kepada indikator kekuatan keuangan perusahaan seperti rasio kemampuan membayar bunga. Makin rendah rasio ini, makin tinggi probabilitas perusahaan tidak mampu membayar utang-utangnya dan jatuh bangkrut.

F. Teori Struktur Modal

Teori mengnai struktur modal modern bermula pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Profesor Merton Miller (yang selanjutnya kita sebut MM), mempublikasikan apa yang disebut sebagai artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis. Berdasarkan serangkaian asumsi yang sangat membatasi, MM membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya. Tetapi, studi MM didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain :

1. Tidak ada biaya broker (pialang)
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan
4. Para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan
5. Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti menajemen mengenai peluang investasi perusahaan di masa mendatang
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan utang.

BAB VII
BIAYA MODAL

A. Biaya Modal

Pada bagian ini akan dikembangkan prinsip-prinsip dan model yang dapat dipergunakan untuk menghitung biaya modal yang meliputi biaya utang, biaya saham preferen, dan saham biasa. Penggunaan model-model tersebut nantinya memerlukan *judgment* para analis dalam menggunakannya, khususnya apabila mengukur biaya modal sendiri.

Biaya modal adalah biaya yang hars dikeluarkan atau harus dibayar untuk mendapatkan modal baik yang berasal dari utang, saham preferen, saham biasa, maupun laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Dalam pembicaraan ini hanya modal (dana) jangka panjang saja yang akan dibicarakan hal ini disebabkan karena konsep biaya modal hanya relevan untuk keputusan jangka panjang. Keputusan jangka panjang itu khususnya menyangkut masalah keputusan investasi pada aktiva tetap atau secara luas masalah *capital budgeting*.

Pengertian *required rate of return* sebenarnya dapat dilihat dari dua sisi. Dari pihak investor, tinggi rendahnya tingkat keuntungan yang diisyaratkan merupakan pencerminan (dipengaruhi) oleh tingkat risiko, aktiva yang dimiliki dan struktur modal serta faktor lain seperti manajemen. Sedangkan di pihak perusahaan, tingkat keuntungan yang diminta - katakanlah dari pemegang saham preferen – merupakan biaya yang harus dikeluarkan untuk mendapatkan modal dari pemegang saham preferen. Dengan demikian secara umum bahwa risiko perusahaan yang tinggi berakibat bahwa tingkat keuntungan yang diminta oleh investor juga tinggi dan itu berarti biaya modal juga tinggi.

Biaya modal juga dapat diukur dengan *rate of return* minimum dari investasi baru yang dilakukan perusahaan, tentu dengan asumsi bahwa tingkat risiko investasi baru tersebut sama dengan risiko aktiva yang dimiliki perusahaan saat ini dan pengertian biaya modal itu adalah biaya modal rata-rata tertimbang yang secara jelas akan dibicarakan kemudian. Jika investasi baru menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih besar daripada biaya modal, maka nilai perusahaan akan meningkat. Sebaliknya apabila investasi baru tersebut memberikan tingkat keuntungan yang lebih rendah daripada biaya modal, maka nilai perusahaan akan menurun. Pada bagian ini akan dibicarakan *tradeoff* antara risiko dan tingkat keuntungan yang diminta oleh investor dan mengukur biaya modal individu serta biaya modal rata-rata tertimbang *(weighted average cost of capital).*

Seperti telah disebutkan bahwa tinggi rendahnya tingkat keuntungan yang diminta dipengaruhi oleh tingkat keuntungan bebas risiko (*risk free rate*) dan *risk premium* untuk mengkompensasikan risiko yang melekat pada surat berharga itu. Dengan demikian maka:

$$\mathbf{R_p = R_f + risk\ premium}$$

Di mana R_p adalah tingkat keuntungan yang diminta, r_f adalah *risk free rate* yang besar kecilnya akan dipengaruhi oleh dua faktor (1) tingkat inflasi yang diharapkan dan (2) permintaan dan penawaran dana dalam ekonomi secara keseluruhan.

Apabila investor memperkirakan tingkat keuntungan yang akan terjadi tinggi, yang berarti menurunnya daya beli uang yang dimiliki, maka ia akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk investasinya. Begitu juga apabila diperkirakan permintaan dana meningkat maka terjadi kelebihan permintaan kemudian mengakibatkan investor meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi juga, sehingga dicapai titik keseimbangan pada tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Dua faktor tersebut yang sangat mempengaruhi *return* pada surat berharga bebas risiko dan *required rate of return* bagi semua surat berharga juga akan dipengaruhi oleh *risk free securities* tersebut. Bagi surat berharga yang spesifik terdapat empat komponen risiko yang menentukan

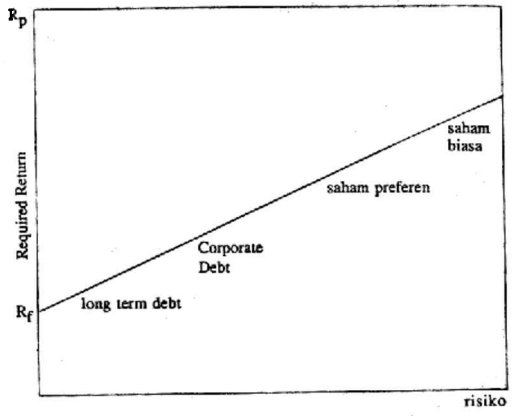
risk premium, keempat komponen tersebut adalah : (1) *business risk*, (2) *financial risk*, (3) *marketability risk* atas surat berharga kemudian (4) *interest rate risk*.

1. B*usiness risk* ditunjukkan oleh variabilitas laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) yang ditentukan oleh variabilitas penerimaan penjualan dan biaya operasi serta *operating leverage* yang digunakan perusahaan.
2. F*inancial risk*, ditunjukkan dengan tingkat variabilitas laba per lembar saham (EPS) karena penggunaan dana dengan beban tetap seperti utang dan saham preferen. Lebih lanjut, financial risk premium diperlukan untuk menutup risiko kebangkrutan karena penggunaan utang.
3. M*arketability risk*, menunjukkan kemampuan investor untuk membeli dan menjual surat berharga perusahaan dengan cepat dan mudah tanpa menderita kerugian yang significan. Biasanya surat untuk berharga yang kurang *marketable* investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi.
4. I*nterest rate risk*, menunjukkan variabilitas tingkat keuntungan atas surat berharga yang disebabkan oleh perubahan tingkat bunga. Jika tingkat bunga naik, maka harga surat berharga dengan pendapatan tetap akan turun, begitu juga sebaliknya.

Pada Gambar 15.1. tampak secara umum *tradeoff* antara risiko dan tingkat keuntungan yang diminta investor untuk berbagai sumber dana. Utang jangka panjang dari pemerintah semacam surat berharga pengganti uang yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia atau obligasi pemerintah - biasanya kurang berisiko jika dibanding dengan surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan. Ini disebabkan karena ada batasan sekecil apapun bahwa perusahaan tidak mampu untuk membayar bunga dan pokok utangnya. Sedangkan pemerintah, karena mengendalikan penawaran uang yang berarti bahwa pemerintah akan selalu dapat memenuhi kewajibannya untuk membayar bunga dan pokok utangnya.

Saham preferen pada umumnya lebih berisiko jika dibandingkan dengan utang obligasi. Jaminan atas pengembalian modal yang ditanamkan dan pembayaran laba bagi pemegang saham preferen

adalah setelah pemegang obligasi. Demikian juga pembayaran dividen saham preferen yang dibayarkan setelah pembayaran bunga utang. Konsekuensinya investor saham preferen akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi daripada pemegang obligasi.



Gambar 15.1
Risk Required Return Tradeoff

Akhirnya saham biasa adalah merupakan sumber dana yang paling berisiko dibanding dengan sumber dana lain, hal ini disebabkan karena pembayaran dividen kepada pemegang saham biasa dibayarkan setelah pembayaran bunga dan dividen saham preferen. Dengan demikian pembayaran dividen saham biasa menjadi prioritas pertama untuk ditangguhkan apabila perusahaan mengalami kesulitan. Oleh sebab itu, ketidakpastian pembayaran dividen saham biasa menjadi semakin besar dibandingkan dengan pembayaran bunga dan dividen saham preferen. Lebih jauh, fluktuasi harga pasar saham biasa juga cenderung lebih besar dibandingkan dengan harga saham preferen atau utang jangka panjang (obligasi). Sebagai konsekuensi logis, maka pemegang saham biasa akan meminta tingkat keuntungan yang lebih besar dibanding dengan tingkat keuntungan saham preferen dan utang.

B. Biaya Utang (*Cost Of Debt*)

Biaya utang perusahaan tidak lain adalah sebesar tingkat keuntungan yang diminta *(required rate of return)* oleh investor (pemilik dana). Besarnya tingkat keuntungan yang diminta investor (k_d) tersebut adalah sama dengan tingkat bunga yang menyamakan

present value penerimaan di masa datang yang berupa bunga (I) dan pembayaran pokok pinjaman (M) dengan dana yang diberikan saat ini (harga surat berharga atau obligasi = Po).

$$P_o = \sum_{t=1}^{n} \frac{I}{(1+k_d)^t} + \frac{M}{(1+k_d)^n} \quad (15.2)$$

Jika obligasi baru dijual dengan harga sama dengan nilai nominal dan tidak ada *floation cost*, maka biaya utang sama dengan tingkat bunga yang menyamakan *present value* penerimaan bunga dan pelunasan pokok pinjaman (k_d = tingkat bunga). Karena pembayaran bunga merupakan pengurang pajak (*tax a deductible*), maka biaya utang setelah pajak (k_i) harus disesuaikan dengan cara mengalikan (1-pajak) sehingga menjadi:

$$k_i = k_d(1-t) \quad (15.3)$$

Misalkan PT Unitex menjual 1.000.000 lembar obligasi 8,5% Nominal Rp. 10.000,- dengan harga sama dengan nilai nominal. Obligasi tersebut akan jatuh tempo 5 tahun. Apabila tarif pajak sebesar 40% maka biaya utang setelah pajak :

$$10.000 = \frac{850}{(1+k_d)^1} + \frac{850}{(1+k_d)^2} + ... + \frac{850}{(1+k_d)^5} + \frac{10.000}{(1+k_d)^5}$$

k_d = IRR $> K_d$=8,5%
= 8,5% (1-40%)
= 5,1%

Apabila obligasi tersebut terjual dengan harga di bawah nilai nominalnya maka biaya utang lebih besar dari tingkat bunga yang dibayarkan. Sebaliknya apabila obligasi tersebut laku dijual dengan harga di atas nilai nominal maka biaya utang akan lebih rendah daripada bunga yang dibayarkan.

Misalkan untuk obligasi PT Unitex tersebut laku terjual dengan harga Rp. 11.000,- maka tingkat bunga yang menyamakan present penerimaan bunga Rp.850,- setiap tahun selama lima tahun serta pelunasan Rp. 10.000,- pada tahun kelima adalah sebesar k_d = 6,12%

$$11.000 = \frac{850}{(1+k_d)^1} + \frac{850}{(1+k_d)^2} + ... + \frac{850}{(1+k_d)^5} + \frac{10.000}{(1+k_d)^5}$$

k_d = 8,5% PV = 10.000

K_d = 5,0% PV = 11.515

3,5% 1.515

C. Biaya Modal Saham Preferen

Biaya modal saham preferen adalah sebesar tingkat keuntungan yang diisyaratkan (*required rate of return*) oleh investor saham preferen (pemegang saham preferen). Apabila saham preferen yang dikeluarkan memiliki jatuh tempo maka untuk mencari biaya modal saham preferen (kp) adalah sama dengan menghitung biaya modal utang.

$$P_o = \frac{D_p}{k_p} \quad (15.4)$$

di mana P_o adalah harga pasar saham preferen, D_p adalah dividen saham preferen dan k_p adalah tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham preferen. Apabila terdapat flotation cost maka biaya modal saham preferen diperhitungkan atas dasar kas bersih yang diterima (P_{net}).

$$K_p = \frac{D_p}{P_{net}} \quad (15.5)$$

Untuk memberikan contoh misalkan PT Indovest menjual saham preferen komulatif nominal Rp. 10.000,- dengan harga Rp. 12.600,-. dividen saham preferen setiap tahun diperkirakan sebesar Rp. 1.000;-. Flotation cost setiap lembar saham Rp.100,-. Maka biaya modal saham preferen adalah:

$$K_p = \frac{\text{Rp.1000,}-}{\text{Rp.12.600,-} - \text{Rp.100,-}}$$

= 8,0%

karena pembayaran dividen saham preferen dilakukan setelah pendapatan dikurangi pajak, maka biaya modal saham preferen tidak perlu lagi disesuaikan dengan pajak.

D. Biaya Modal Sendiri

Seperti halnya dengan biaya modal yang berasal dari utang dan saham preferen, biaya modal sendiri adalah sebesar *required rate of return investor* saham biasa. Perusahaan dapat memperoleh modal sendiri dengan dua cara : (1) laba ditahan dan (2) mengeluarkan saham baru.

Biaya laba ditahan pada prinsipnya akan lebih rendah daripada biaya modal saham baru, karena penjualan saham-baru biasanya ada *flotation cost* (biaya emisi saham). Terdapat beberapa pendekatan untuk menentukan biaya modal laba ditahan ini. Yang pertama adalah dengan pendekatan penilaian dividen (*dividen valuation approach*).

di mana P_0 adalah harga pasar saham saat ini, D_t adalah dividen yang

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} \quad (15.6)$$

diterima untuk periode t dan k_e adalah tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor. Dengan demikian maka besarnya k_e ditentukan oleh dividen yang diharapkan akan diterima selama periode t. Ini dengan anggapan bahwa pemegang saham akan memiliki saham tersebut untuk jangka waktu yang tak terbatas, di samping itu dividen yang diterima tidak mengalami pertumbuhan. Seperti pada waktu membicarakan kon-sep penilaian surat berharga maka :

$$P_o = \frac{D}{k_e}$$

Sehingga biaya modal laba ditahan adalah :

$$K_e = \frac{D}{P_o} \quad (15.7)$$

Dalam kenyataannya model dividen yang mengalami pertumbuhan dirasa lebih realistis, karena bukankah investor akan mengharapkan bahwa dividen yang akan diterima meningkat dari tahun ke tahun ? Dengan demikian apabila dividen yang

diharapkan mengalami pertumbuhan sebesar g, maka biaya laba ditahan akan menjadi:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_o(1+g)t}{(1+k_e)^t} \quad (15.8)$$

di mana D_0 adalah dividen yang diterima pada t = 0. Apabila diasum-sikan bahwa biaya modal sendiri (k_e) lebih besar daripada tingkat pertumbuhannya (g), maka persamaan 15.8 dapat diubah menjadi:

$$P_o = \frac{D_1}{k_e - g} \quad (15.9)$$

$D_1 = D_0 (1 + g)$. Biaya modal sendiri dengan mengubah persamaan 15.9 akan sama dengan:

$$k_e = \frac{D_1}{P_o} + g \quad (15.10)$$

Misalkan saham PT Centex membagikan dividen pada tahun pertama sebesar Rp. 1.000,-. dividen tersebut diperkirakan akan mengalami pertumbuhan dengan tingkat pertumbuhan 5% setiap tahun. Saham dengan nilai nominal Rpl0.000,- tersebut terjual dengan harga Rp.8.000,. Biaya modal sendiri:

$$Ke = \frac{Rp.1000,-}{Rp.8.000,-} + 5\%$$

=17,5%

Model penilaian dividen ini juga dapat dipergunakan untuk menilai saham dengan dividen yang mengalami pertumbuhan beberapa tahap. Sebagai contoh saham PT Centex tersebut tumbuh sebesar 10% selama empat tahun pertama (g_1) kemudian setelah itu tumbuh dengan tingkat pertumbuhan (g2) sebesar 6% untuk jangka waktu selanjutnya.

Saham tersebut memberikan dividen tahun nol sebesak Rp. 1.000,- dan laku terjual dengan harga Rp. 10.965,-

$$P_o = \sum_{t=1}^{m} \frac{D_o(1+g_1)t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_m}{(1+k_e)^m} \quad (15.11)$$

$$P_o = \sum_{t=1}^{m} \frac{D_o(1+g_1)t}{(1+k_e)^t} + \frac{1}{(1+k_e)^m} X \frac{D_m + 1}{k_e - g_2}$$

Dengan demikian besarnya biaya modal sendiri (k_e) dapat dicari dengan cara coba-coba seperti halnya mencari *internal rate of return*. D_{m+1} tentunya dengan tingkat pertumbuhan g_2. Maka biaya modal untuk saham PT Centex tersebut adalah :

$$10.965 = \sum_{t=1}^{4} \frac{1.000(1 + 0{,}10)^t}{(1 + k_e)^t} + \frac{1}{(1 + k_e)^4} x \frac{D_5}{k_e - 0{,}06}$$

$$= \sum_{t=1}^{4} \frac{1.000(1 + 0{,}10)^t}{(1 + k_e)^t} + \frac{1}{(1 + k_e)^4} x \frac{1.552}{k_e - 0{,}06}$$

Dengan cara trial and error ternyata diperoleh internal rate of return sebesar 17%.

Pendekatan kedua adalah Capital Assets Pricing Model (CAPM) Approach. Pendekatan ini menggambarkan tradeoff antara risiko dan tingkat keuntungan dalam surat berharga. Pada persamaan 12.1 dijelaskan bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor terdiri atas tingkat keuntungan bebas risiko (risk free rate, Rf) ditambah dengan risk premium yang besarnya berbeda-beda untuk setiap surat berharga.

$$10.965 = 1100\ (0{,}855) + 1210\ (0{,}731) + 1331\ (0{,}624)$$

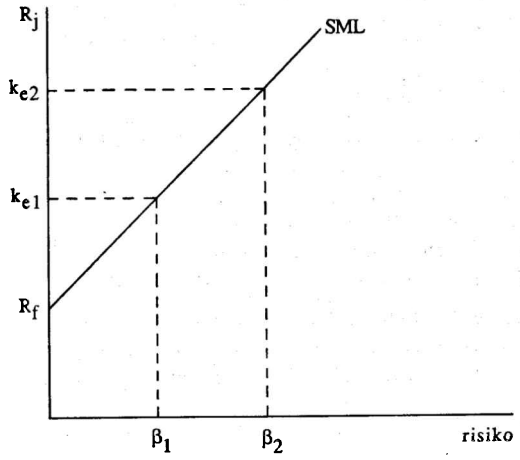
$$+ 1464\ (0{,}534) + 0{,}534\ \left[\frac{1552}{17\% - 6\%}\right]$$

$$= \text{Rp.}10.965,\text{-}.$$

Hubungan antara risiko dan tingkat keuntungan yang diisyaratkan ditunjukkan oleh security market line (SML). Yang persamaannya dapat dinyatakan:

$$R_j = R_f + \beta_j(R_m - R_f) \qquad (15.12)$$

di mana R_j adalah tingkat keuntungan yang diisyaratkan atas surat berharga j, R_f adalah *risk free rate* yang diharapkan, β_j adalah koefisien yang mengukur *systematic risk* saham j, dan R_m adalah return pasar portfolio yang diharapkan.



Gambar 15.2
Security Market Line (SML)

Konsep SML mendasarkan diri pada harapan investor terhadap risiko dan karakteristik *return* saham. Tingkat keuntungan saham secara individu juga tergantung pada tingkat bunga yang diharapkan dan *return* pasar secara keseluruhan yang diharapkan. Misalkan saham (3; = 0,97 kemudian R_f = 9,5%. Apabila return pasar, R_m =16% maka:

Konsep SML mendasarkan diri pada harapan investor terhadap risiko dan karakteristik return saham. Tingkat keuntungan saham secara individu juga tergantung pada tingkat bunga yang diharapkan dan return pasar secara keseluruhan yang diharapkan. Misalkan saham (3; = 0,97 kemudian R_f = 9,5%. Apabila return pasar, R_m =16% maka:

$$k_e = R_f + \beta_j(R_m - R_f)$$
$$= 9{,}5\% + 0{,}97[16\% - 9{,}5\%]$$
$$= 15{,}8\%$$

E. Biaya Modal Sendiri dalam Kontek Pasar

Secara teoritis, *cost of equity* dapat didefinisikan sebagai *rate of return minimum* yang disyaratkan oleh penggunaan modal sendiri atas suatu investasi agar harga pasar saham tidak berubah. Telah dijelaskan pada bagian awal bahwa dalam *capital assets pricing model, required rate of return* suatu saham adalah :

$$R_j = R_f + \beta_j[R_m + R_f] \qquad (15.13)$$

di mana R_f adalah *risk-free rate* (tingkat bunga bebas risiko) R_m adalah *expected return* porfolio pasar dan β_j mengukur tingkat *responsiv excess return* saham terhadap *excess return* porfolio pasar.

Misalkan data selama 10 tahun saham PT Cebra seperti pada Tabel 15.13 Kolom 1 menunjukkan return pasar (R_m), kolom 2 menunjukkan *risk-free rate* (R_f), kolom 3 menunjukkan *excess market return* (M), kolom 5 menunjukkan rate of return saham j (R_j) kolom 6 *Excess return* saham (J), kolom 7 *cross product excess return* (MJ).

Baris paling bawah dalam Tabel 15.1 menunjukkan rata-rata untuk setiap kolom. Dengan informasi tersebut maka dapat dicari besarnya koefisien beta atau koefisien arah *security market line* :

$$\beta_j = \frac{\beta MJ - [N][M][J]}{\beta M^2 - [N][M^2]} \qquad (15.14)$$

$$\beta_j = \frac{0{,}1517 - [10][0.084][0.078]}{0{,}1928 - [10][0.084]^2} \qquad (15.15)$$

$$= \frac{0{,}08618}{0{,}12224} \longrightarrow \beta_j = 0{,}705.$$

Dengan demikian misalkan tingkat bunga bebas risiko sebesar 7 persen dan *return* pasar yang diharapkan sebesar 13 persen, maka *required rate of return* saham j adalah :

$$R_j = 7\% + 0{,}705[15{,}40\% - 7\%]$$

$$= 12{,}92\%$$

Jadi *required rate of return* atau biaya modal saham j sebesar 12,92%. Asumsi yang mendasari pendekatan *capital assets pricing*

model ini adalah hubungan antara *return* saham j dan *return* pasar pada masa lalu akan terus berlangsung untuk masa yang akan datang. Yang lebih penting lagi adalah bahwa *market return* dan *risk-free rate* menunjukkan return yang diharapkan di masa datang.

Dengan demikian koefisien beta yang mengukur kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap perubahan-perubahan pasar berkisar antara nol dan satu. Semakin besar koefisien beta berarti semakin tinggi kepekaan tingkat keuntungan terhadap perubahan pasar. Apabila koefisien korelasi antara tingkat keuntungan saham dengan portofolio pasar sama dengan satu, maka saham yang mempunyai beta 1,2 berarti deviasi standarnya adalah 1,2 kali deviasi standar portofolio pasar. Dan tentunya rata-rata beta untuk seluruh saham adalah sama dengan satu.

F. Biaya Modal Saham Baru

Dalam hal ada *flotation cost* (biaya emisi saham baru), maka biaya modal saham ini akan lebih besar dengan biaya modal laba ditahan. Di samping itu faktor lain yang mempengaruhi biaya modal saham baru ini adalah, harga jual saham baru dapat terjadi lebih rendah daripada harga pasar saham sebelum perusahaan mengeluarkan saham baru. Sebelum perusahaan mengeluarkan saham baru, harga pasar saham menunjukkan keadaan equilibrium antara permintaan dan penawaran. Jika terjadi kenaikan penawaran (faktor lain tetap) maka harga saham baru akan menjadi lebih rendah.

Apabila diharapkan saham perusahaan akan membagikan dividen yang mengalarni pertumbuhan sebesar g selamanya, maka besarnya biaya modal saham baru (k_e') adalah :

$$k_e = \frac{D_1}{P_{net}} + g \qquad (15.16)$$

di mana P_{net} adalah penerimaan bersih perlembar saham baru. Untuk memberikan contoh, misalkan saham PT. Centex yang membagikan dividen Rp. 1.000,- pada tahun pertama, dan mengalarni pertumbuhan 5%. Laku terjual dengan harga Rp.8.000,- Biaya *flotation* per lembar saham Rp.250,-

$$k_e' = \frac{\text{Rp.1.000,-}}{\text{Rp.8.000,-} - \text{Rp.250,-}} + 5\%$$

$$= 17{,}90\%$$

Dengan demikian maka modal saham baru memiliki biaya yang paling mahal dibandingkan dengan sumber dana yang lain, oleh sebab itu perusahaan sering menghindarkan diri untuk memperoleh tambahan modal (dana) dengan cara mengeluarkan saham baru. Dalam kenyataannya sering investor kurang memahami bagaimana mekanisme penilaian surat berharga di pasar modal sehingga untuk suatu saham yang memberikan dividen sangat rendah sering dinilai terlalu tinggi *(over-valued)*.

Bagi perusahaan *over valued* ini mengakibatkan biaya modal sendiri tampaknya menjadi lebih rendah atau bahkan biaya modal saham menjadi paling rendah. Anggapan bahwa *cost of equity* itu paling murah (?) tidaklah beralasan, karena dalam keadaan pasar yang efisien dan investor itu rasional maka ia akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi daripada tingkat keuntungan bebas risiko. Dengan demikian katakanlah bunga bebas risiko (deposito) sebesar 15% maka pemegang saham biasa akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi misal katakanlah 18%, karena investor menanggung risiko perusahaan baik risiko bisnis maupun risiko finansial yang dimiliki perusahaan.

G. Biaya Modal Rata-Rata

Konsep biaya modal perusahaan (*cost of overall capital*) secara keseluruhan bermanfaat dalam kaitannya dengan penilaian usulan investasi jangka panjang. Katakanlah bahwa tujuan penilaian usulan investasi adalah menentukan proyek yang harus diambil perusahaan, untuk menentukannya dapat dilakukan dengan membandingkan biaya modal yang dipergunakan atau *marginal cost of capital* dengan tingkat keuntungan yang akan diperoleh kelak.

Lebih lanjut perusahaan di dalam mengevaluasi usulan investasi secara normal tidak melihat secara individu proporsi utang dan modal sendiri yang dipergunakan untuk membiayai

proyek tersebut. Kecuali proyek tersebut memang mensyaratkan adanya proporsi utang dan modal sendiri seperti struktur modal perusahaan. Dengan demikian dalam *capital budgeting* tidak hanya melihat modal yang dipergunakan kelak tetapi juga perimbangan (*weighted*) setiap komponen modal dalam struktur modal secara keseluruhan yang disebut dengan biaya modal rata-rata tertimbang (*weighted average cost of capital* = WACOC).

$$k_o = \left| \frac{E}{D+E} \right| (k_e) + \left| \frac{D}{D+E} \right| (k_i) \quad (15.17)$$

di mana D (Debt) adalah utang dan E (Equity) adalah modal sendiri. Jika struktur modalnya juga terdapat saham preferen (P = Preferred stock) maka persamaan 12.13 dapat dirubah menjadi:

$$k_o = \left| \frac{E}{D+E+P} \right| (k_e) + \left| \frac{D}{D+E+P} \right| (k_i) + \left| \frac{P}{D+E+P} \right| (k_p) \quad (15.18)$$

Untuk memberikan contoh misalkan sebuah perusahaan saat ini memiliki 75% modal sendiri dan 25% utang. Perusahaan tidak merencanakan untuk merubah struktur modal ini dan proporsi tersebut dipergunakan sebagai dasar penambahan modal di masa datang. Rencana investasi baru yang akan dilakukan memerlukan tambahan dana sebesar Rp. 1.000.000.000,-. Investasi itu akan dibiayai dengan laba ditahan Rp.750.000.000,- dan sisanya sebesar Rp.250.000.000,- dengan utang. Apabila k_e = 15% dan k_d = 10% tarif pajak 40%. Maka biaya modal tertimbangnya:

$$k_o = [75\% \times 15\%] + [25\% \times 10\%][1 - 40\%]$$

$$= 12{,}75\%.$$

Pada contoh tersebut perhitungan biaya modal tertimbang *(weigted or marginal cost of capital)* diasumsikan bahwa perusahaan dapat memperoleh tambahan dana dengan biaya yang sama dengan biaya modal laba ditahan dan utang yang dimiliki. Dengan kata lain bahwa struktur modal yang dimiliki sudah optimum. Yang

dimaksud dengan struktur modal yang optimum adalah struktur modal yang meminimumkan biaya modal rata-rata tertimbang. Apabila perusahaan merencanakan untuk mengeluarkan saham baru- biaya modalnya paling besar - atau akan mengeluarkan obligasi baru – biaya modal utang menjadi lebih besarmaka cara seperti di atas haruslah diubah.

Untuk memberikan gambaran misalnya sebuah perusahaan merencanakan investasi untuk tahun yang akan datang. Pimpinan perusahaan mensyaratkan bahwa internal *rate of return*-nya harus lebih besar atau sama dengan 10%.

Semua proyek tersebut memiliki tingkat risiko yang sama dengan assets yang dimiliki saat ini dan berkaitan erat dengan usaha sekarang. Struktur modal perusahaan saat ini adalah 40% utang, 10% saham preferen, dan 50% saham biasa. Perusahaan dapat meningkatkan utangnya Rp.5.000.000,- lagi dengan biaya utang sebelum pajak 9%. Biaya utang yang ada saat ini 10%.

Proyek	Kebutuhan Dana	Internal Rate of return
A	Rp.4.000.000,-	13,8%
B	8.000.000,-	13,5%
C	6.000.000,-	12,5%
D	5.000.000,-	12,0%
E	8.000.000,-	11,0%
F	4.000.000,-	10,0%

Modal saham preferen dapat ditingkatkan dengan biaya 10%. Tarif pajak 40%. Perusahaan mengharapkan laba ditahan tahun yang akan datang Rp. 10.000.000,- dividen per lembar saham Rp.2.000,-. Saham perusahaan saat ini dijual dengan harga Rp.25.000,- dan saham baru dijual dengan harga Rp.24.000,- bersih. Dividen dan laba yang diperoleh diharapkan meningkat sebesar 7% untuk jangka panjang. Tahap-tahap untuk menenghitung biaya modal keseluruhan adalah:

Biaya utang lama:

$$k_i = k_d [1 - t]$$

$$= 9\% [1 - 40\%] \longrightarrow k_i = 5{,}4\%$$

Biaya tambahan utang:

$$k_i = k_d [1 - t]$$

$$= 10\%[1 - 40\%] \longrightarrow k_i = 6{,}0\%$$

Biaya modal saham preferen:

$$k_p = 10\%$$

$$k_e = \frac{D_0[1 + g]}{P_0} + g$$

$$= \frac{Rp.2.000,-[1{,}07]}{Rp.25.000,-} + 7\% \longrightarrow k_e = 15{,}6\%$$

Biaya modal saham baru:

$$k_e' = \frac{D_0[1 + g]}{P_{net}} + g$$

$$= \frac{Rp.2.000,-[1{,}07]}{Rp.24.000,-} + 7\% \dashrightarrow k_e' = 15{,}9\%$$

Masalahnya adalah berapa banyak total dana - laba ditahan,saham preferen, utang dan saham biasa - harus dipertahankan, sementara struktur modal mensyaratkan bahwa proporsi utang adalah 40%. Untuk itu tentunya harus mendasarkan diri pada sumber dana dengan biaya yang paling rendah yaitu utang. Tambahan dana maksimum agar marginal costnya tetap adalah :

$$X = \frac{\text{Jumlah Utang dengan Biaya Terendah}}{\text{Proporsi Utang}}$$

$$= \frac{Rp.5.000.000,-}{0{,}40} \longrightarrow X = Rp.12.500.000,-$$

Dengan demikian maksimum utang boleh dinaikkan agar *marginal cost* tidak berubah adalah sebesar Rp. 12.500.000,-. Apabila tambahan dana melebihi Rp. 12.500.000,- maka *marginal cost* akan meningkat. Dan kebutuhan dana Rp. 12.500.000,- itu harus dipenuhi dengan utang Rp.5.000.000,- saham preferen (10%) sebesar Rp. 1.250.000,- dan laba ditahan Rp.6.250.000,- Kemudian biaya modal keseluruhan:

$$k_o = [40\% \times 5{,}4\%] + [50\% \times 10\%] + [50\% \times 15{,}6\%]$$
$$= 10{,}96\%$$

Setelah pemenuhan dana Rp. 12.500.000,- pertama tersebut perusahaan dapat menggunakan utang yang memiliki biaya yang lebih tinggi yaitu 6%, saham preferen 10% dan laba ditahan, dengan biaya 15,6% sampai laba ditahan habis. Laba ditahan tadi telah digunakan Rp.6.250.000,- sehingga tinggal sebesar Rp.3.750.000,-. Dengan demikian kebutuhan dana yang dapat dipenuhi dengan laba ditahan:

$$X = \frac{\text{Jumlah Laba Ditahan yang Tersedia}}{\text{Proporsi Modal Sendiri}}$$

$$= \frac{\text{Rp.3.750.000,-}}{50\%}$$

$$X = \text{Rp.7.500.000,-}$$

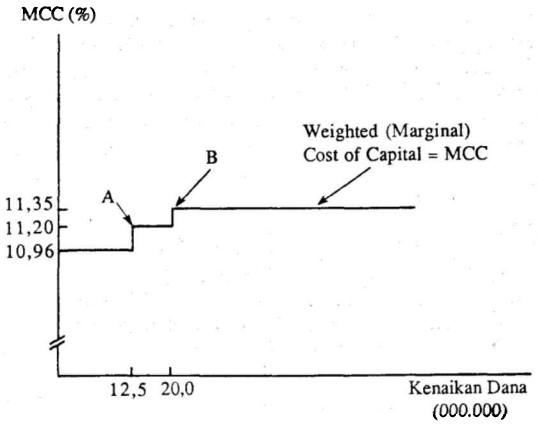
Tambahan dana sebesar Rp.7.500.000,- ini akan mengakibatkan *marginal cost of capital* meningkat lagi. Dari kenaikan dana sebesar Rp.7.500.000,- dipenuhi dengan laba ditahan sebesar Rp.3.750.000,- sedangkan saham prefren Rp.750.000,- dan utang sebesar Rp.3.000.000,-. Dengan demikian biaya modal keseluruhan dalam kondisi setelah tambahan dana kedua sebesar Rp.7.500.000,- menjadi:

$$k_o = [40\% \times 6\%] + [10\% \times 10\%] + [50\% \times 15{,}6\%]$$
$$= 11{,}20\%$$

Sumber dana yang terakhir yang memiliki biaya modal termurah adalah emisi saham baru dengan biaya modal 15,9%. Dengan demikian tambahan kebutuhan dana harus dipenuhi dengan emisi saham baru yang akan mengakibatkan *marginal cost of capital*-nya meningkat lagi.

$$k_o = [40\% \times 6\%] + [10\% \times 10\%] + [50\% \times 15{,}9\%]$$

$$= 11{,}35\%$$



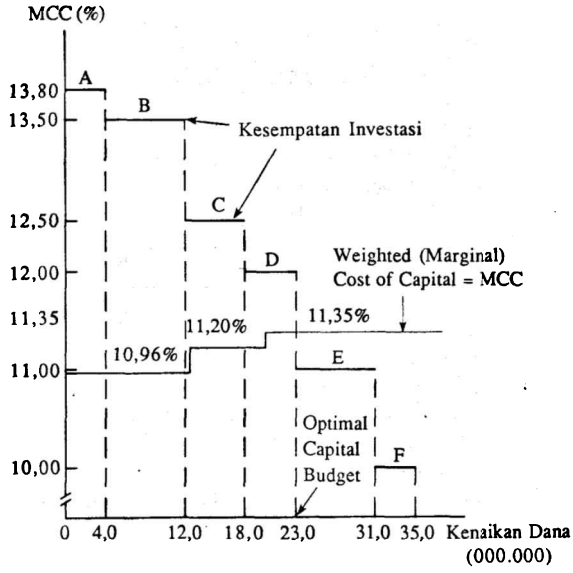
Gambar 15.3
Weighted (Marginal) Cost of Capital

H. *Capital Budget* yang Optimal

Capital budget yang optimal dapat ditentukan dengan membandingkan *return* yang diharapkan dari proyek tersebut dengan *marginal cost of capital*. Dengan cara menggambarkan *return* yang diharapkan dan kebutuhan dana secara komulatif atas proyek-proyek tersebut dalam satu diagram yang disebut dengan kurve kesempatan investasi *(investment opportunity curve)*. Sebelumnya tentu dicari *marginal cost of capital* (k_0) untuk seluruh kombinasi sumber dana. *Capital budget* yang optimal ditunjukkan oleh titik di mana kurve kesempatan investasi dan kurve *marginal cost of capital* berpotongan.

Secara jelas bahwa *capital budgeting* yang optimal adalah pada saat total investasi sebesar Rp.23.000.000,- yang meliputi proyek-

proyek A, B, C, dan E, Proyek E dan F tidak termasuk karena tingkat keuntungan proyek tersebut di bawah 11,35% biaya modal.



Gambar 15.4
Capital Budgeting yang Optimal

Apabila perusahaan menerima proyek E dan F berarti akan menurunkan nilai perusahaan, karena memberikan tingkat keuntungan yang lebih rendah dari biaya modal (*marginal cost of capital*). Perlu diperhatikan bahwa cara ini mengasumsikan bahwa semua proyek yang dipertimbangkan memiliki tingkat risiko yang sama. Tetapi jika tidak, maka masalah seperti itu akan dibicarakan dalam bagian yang lain. Meskipun dalam kenyataannya bagi praktisi akan mengalami kesulitan untuk mengukur risiko investasi yang berbeda.

SOAL-SOAL

1. Angin Ribut Corp. memiliki struktur keuangan sebagai berikut :
   Current Liabilities = $ 15.000
   Long Term Debt = $ 7.000
   Preferred Stock = $ 2.000
   Common Stock = $ 8.000
   Retained Earnings = $ 2.000
   Manajer keuangan Angin Ribut Corp. ditugaskan untuk

menghitung masing-masing komponen biaya modalnya dan biaya modal rata-rata tertimbang(WACC).

Dapatkah anda membantu manajer keuangan tersebut ? (Jika diketahui tax= 40%, cost of P/S= 8%, Cost of C/S= 8%, dan Cost of LTD= 10%).

2. (Lanjutan soal no 1) Jika diketahui bahwa Angin Ribut Corp. membutuhkan tambahan dana sebesar $100.000 yang dibiayai sebagian dengan menerbitkan saham biasa baru dengan biaya emisi saham sebesar 10%. Harga pasar saham biasa saat ini adalah sebesar Rp1.800,-/lembar saham dan dividen terakhir yang dibagikan perusahaan adalah sebesar Rp80,-/lembar dengan tingkat pertumbuhan 3%. Berapakah besarnya *marginal cost of capital*?

3. Juragan co. financial structure is shown below: (in RP)

Liabilities & Equities	
Account payable	100.000.000
Notes payable	150.000.000
Accruals	75.000.000
Bond(17,5%)	600.000.000
Bank Loan(22,5%)	300.000.000
Preferred Stock	240.000.000
Common Stock	750.000.000
Capital Surplus	110.000.000
Retained earnings	400.000.000
Total	2.725.000.000

Tax rate charged is 40%. If Juragan Co. pay Rp 26.400.000 each year as the total dividend of preferred stock and the expected rate of return for the common stockholders is 20%. How much is Juragan Co. Weighted Average Cost of Capital(WACC)?

BAB VIII
KEBIJAKAN DIVIDEN

A. Pembayaran Dividen

Dividen dipengaruhi oleh banyak variabel. Sebagai contoh, kebutuhan arus kas dan investasi perusahaan mungkin berubah-ubah dengan cepat sehingga sulit untuk menentukan jumlah dividen tetap yang tinggi. Dilain pihak, perusahaan mungkin menginginkan pembayaran dividen yang tinggi untuk menyalurkan dana yang tidak dibutuhkan untuk reinvestasi. Dalam kasus seperti ini, pimpinan perusahaan dapat menetapkan dividen tetap yang rendah – sedemikian rendah sehingga perusahaan dapat membayarnya pada tahun-tahun dimana laba kecil atau pada tahun-tahun dimana diperlukan dana yang cukup besar untuk reinvestasi – dan menambahkan dividen ekstra pada tahun dimana terjadi kelebihan dana.

Prosedur pembayaran yang seharusnya cukup penting untuk diketahui, dan berikut ini adalah:

1. Tanggal deklarasi
2. Tanggal pencatatan pemegang saham *(Holder-of-record-date)*
3. Tanggal pemisahan dividen *(Ex-dividend-date)*
4. Tanggal pembayaran

Yaitu, perusahaan akan melaksanakan pengiriman cek kepada pemegang saham yang tercatat sebagai pemegang saham.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

- Undang-undang
  Undang-undang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada pada pos "laba ditahan *(reained earnings)*" di neraca. Peraturan pemerintah menekankan tiga hal: (1) Peraturan laba bersih; (2) Larangan pengurangan modal *(capital impairment*

rule); (3) Peraturan kepailitan *(insolvency rule)*. Peraturan laba bersih menyatakan bahwa dividen dapat dibayar dari laba saat ini atau tahun lalu. Larangan pengurangan modal melindungi pemberi kredit karena adanya larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal (membayar dividen dengan modal akan berarti membagi modal suatu perusahaan dan bukan membagikan laba).

Peraturan kepailitan menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat membayar dividen pada saat pailit. Kepailitan di sini adalah karena kewajiban lebih besar daripada aktiva. Membayar dividen pada kondisi sepeerti ini akan berarti memberi dana kepada pemegang saham yang sebenarnya milik pemberi kredit.

Undang-undang ini penting karena merupakan kerangka untuk merumuskan kebijakan dividen. Akan tetapi, dalam batas-batas kerangka tersebut, faktor-faktor keuangan dan ekonomi sangat berpengaruh pada kebijakan dividen.

- Posisi Likuiditas

  Laba ditahan (yang terlihat pada sisi kanan neraca) biasanya diinvestasikan dalam bentuk aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan dalam bentuk pabrik dan peralatan, persediaan, dan aktiva lainnya; laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar tunai dividen karena posisi likuiditasnya memang, perusahaan yang sedang berkembang, walaupun dengan keuntungan yang sangat besar, biasanya mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak. Dalam keadaan seperti ini, perusahaaan dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.

- Kebutuhan Pelunasan Hutang

  Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan yang

lain, perusahaan menghadapi dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunasi hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka biasanya perlu penahanan laba.

- Pembatasan dalam Perjanjian Hutang
  Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang sering kali membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai. Larangan yang dibuat untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya menyatakan bahwa : (1) dividen pada massa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang (jadi, dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu), dan (2) dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar-kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Demikian pula, perjanjian saham preferen biasanya menyatakan bahwa dividen tunai sham biasa tidak dapat dibayarkan kecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar.
- Tingkat Ekspansi Aktiva
  Semakin cepat sebuah perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktivanya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaaan akan cenderung untuk menahan laba dari pada membayarkannya. Apabila perusahaan mencari dana dari luar, maka sumber-sumbernya adalah pemegang saham saat itu yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen dan terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi, maka hanya sebagian saja yang tersisa untuk reinvestasi.
- Tingkat Laba
  Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan me-

nentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannnya di perusahaan tersebut.

- Stabilitas Laba
  Suatu perusahan yang mempunyai laba stabil seringkali dapat memperkirakan berapa beasar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan presentase yang lebih tinggi daripada perusahaaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun yang akan datang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.
- Akses ke Pasar Modal
  Suatu perusahaan yang besar dan tekah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas, akan mempunyai akses yang mudah ke pasar modal dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan. Sedangkan perubahan yang baru, kecil dan besifat coba-coba akan lebih banyak mengandung resiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman dati pasar modal akan terbatas; dan perusahaan seperti ini hatus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya. Jadi perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingakat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.
- Kendali Perusahaan
  Pengaruh sumber pembiayaan alternatif terhadap situasi kendali perusahaan. Sebagai suatu kebijakan beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan

laba internal saja. Kebijakan ini didukung oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar resiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini. Pentingnya pembiayaaan internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali perusahaan, akan memperkecil pembayaran dividen.

- Posisi Pemegang Saham Sebagai Pembayaran Pajak
  Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah.

B. Perilaku Kebijakan Dividen

Laba sesudah pajak perseroan tergantung pada fluktuasi siklis yang besar yang umumnya cenderung naik. Jumlah mutlak dividen bertumbuh pada laju yang mantap. Kecenderungan ini menunjukkan sebagian besar perusahaan ingin menghindari dividen yang menurun, karena pemotongan dividen menunjukkan perurunan permanen di masa depan dalam laba. Jadi, kenaikan dividen hanya bila ada keterlambatan kenaikan laba. Artinya, dividen akan naik hanya sesudah kenaikan laba betul-betul dapat mendukung dan relatif permanen. Apabila dividen sudah dinaikkan, usaha gigih ini dilakuakan unruk membayar dividen dalam jumlah yang baru ditetapkan tersebut. Jika laba turun, dividen pada saat itu biasanya tetap dibayarkan sampai diperoleh kepastian bahwa laba tidak akan meningkat lagi.

Walaupun hampir semua perusahaan tampaknya mempunyai kebijakan membayar dividen dalam jumlah yang stabil, tetapi ini bukan merupakan satu-satunya kebijakan. Pada dasarnya ada tiga macam pola pembayaran dividen, yaitu:

1. Jumlah dolar stabil per saham
   Kebijakan untuk membayar jumlah dolar yang stabil per saham, yang dilakukan oleh banyak perusahaan, merupakan

kebijakan yang disebut Kebijakan Dividen Stabil.

2. Rasio pembayaran konstan
   Hanya beberapa perusahaan yang melakukan kebijakan membayar dividen berdasarkan persentase tertentu dari laba. Karena laba berfluktuasi, menjalankan kebijakan ini akan berarti jumlah dividen dalam dolar akan berfluktuasi. Kebijakan ini tidak akan memaksimumkan nilai saham perusahaan, karena pasar tidak dapat mengandalkan kebijakan ini untuk memberi informasi mengenai prospek perusahaan pada saat mendatang dan karena kebijakan ini mempengaruhi kebijakan investasi.
3. Dividen tetap yang rendah ditambah dividen ekstra
   Kebijakan membayar dividen tetap yang rendah ditambah ekstra merupakan penggabungan antara sub 1 dan 2. kebijakan ini memberi fleksibilitas pada perusahaan, tetapi menyebabkan penanam modal sedikit ragu-ragu tentang seberapa besar pendapatan mereka. Namun jika pendapatan perusahaan sangat beubah-ubah, kebijakan ini akan menjadi pilihan yang terbaik.

C. Teori Kebijakan Dividen

Hal yang paling penting dari kebijakan dividen adalah apakah memungkinkan untuk mempengaruhi kekayaan pemagang saham dengan mengubah rasio pembayaran dividen yaitu kebijakan dividen. Jika kita membandingkan dua perusahaan yang sama pada setiap aspek, kecuali aspek pembayaran dividen saat ini, apakah saham dari itu akan berbeda nilainya? Jika demikian, maka kebijakan itu penting.

- **Kebijakan Dividen Tanpa Pajak**

Misalkan ada dua perusahaan yang sama dalam setiap hal kecuali dalam hal kebijakan dividen mereka. Perusahaan mempunyai portofolio dari aktiva beresiko yang sama, arus kas yang sama, dan laba yang sama setiap tahun. Sebagai tambahan diasumsikan perusahaan tersebut tidak mempunyai hutang sama sekali, sehingga kita tidak dipusingkan dengan dampak dari

struktur modal (gabungan antara pembiayaan hutang dan modal) dengan kebijakan dividen

- **Kebijakan Dividen yang Terkena Pajak**

Dalam keadaan di mana ada pajak pribadi dan perusahaan, dividen tidak disukai oleh hampir seluruh pemegang saham yang membayar pajak, atau paling sedikitnya pemegang saham bersikap sama saja apakah berupa dividen atau keuntungan modal. Tentu saja banyak lembaga penanaman modal, seperti dana pensiun, yang tidak membayar pajak untuk dividen atau keuntungan modal; atau perusahaan yang membayar pajak hanya 15% dari dividen yang mereka terima. Tidak ada teori yang menyatakan bahwa dividen disukai.

Unsur-Unsur Kebijakan Dividen Optimal

- **Dividen, Biaya Agen, dan Pembiayaan Eksternal**

Semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh suatu perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan (pertambahan modal internal). Jadi menyebabkan perusahaan harus mencari dana eksternal (pinjaman atau saham) untuk melakukan investasi baru. Tetapi biaya penerbitan yang timbul untuk menambah modal eksternal ini membuatnya menjadi suatu sumber pembiayaan yang mahal. Akibatnya, pembayaran dividen menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Salah satu keuntungan dari pembayaran dividen adalah bahwa pembayaran itu dapat mengurangi biaya agen antara pengelola sekaligus pemilik dari luar. Untuk melihat bagaimana biaya agen dapat timbul (dalam suatu perusahaan tanpa hutang), marilah kita melihat suatu perusahaan yang diurus oleh pemiliknya.

Pembiayaan dividen mungkin dapat digunakan sebagai alat untuk memonitor atau mengevaluasi hasil kerja manajemen. Meskipun pembayaran dividen yang lebih tinggi mengakibatkan pembiayaan eksternal yang mahal, fakta bahwa perusahaan harus pergi ke pasar modal menunjukkan perlunya diadakan penelitian yang lebih seksama.

- **Dividen Sebagai Isyarat**

Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai berita yang baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi.

Manajer, sebagai orang dalam yang mempunyai jalur informasi monopolistik tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai insentif yang sesuai untuk melakukannya. Untuk membuat suatu isyarat menjadi bermanfaat, ada empat syarat yang harus dipenuhi:

1. Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk mengirimkan isyarat-isyarat yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yang kurang sukses.
3. Isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang lebih tinggi pada masa mendatang).
4. Tak ada cara menekan biaya yang lebih efektif untuk mengirimkan isyarat yang sama.

- **Dividen, Investasi, dan Pajak**

Sistem pajak perusahaan dan pribadi yang kompleks di Amerika Serikat merupakan hal yang memegang peranan dalam teka-teki dividen. Masulis dan Trueman (1988) membuat model untuk keputusan investasi dan dividen dengan asumsi realistik yang wajar dan menunjukkan bahwa pembayarannya menimbulkan biaya yang cukup besar sehingga mendorong perusahaan untuk membayar dividen kas sepenuhnya.

Model Masulis – Trueman menyimpulkan lima aplikasi:

1. perusahaan diduga tidak akan membeli saham dengan pembiayaan eksternal untuk tujuan investasi. Tetapi mereka tampaknya membeli saham dengan dana sendiri yang tersisa

sesudah penggunaan untuk kesempatan produksi mereka yang menguntungkan.

2. perusahaan yang mempunyai banyak kesempatan berproduksi yang menguntungkan (perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi) akan menghasilkan seluruh dana internal mereka tanpa membayar dividen, tetapi perusahaan yang sudah lebih berkembang akan membayar dividen karena tidak semua dana internal akan habis digunakan untuk kesempatan investasi.
3. merger dapat dilakukan antara perusahaan di mana yang satu membiayai kesempatan investasinya secara internal dan yang lain membiayai investasinya secara ekstenal.
4. penurunan laba saat ini tidak akan mengubah pengeluaran investasi perusahaan yang dibiayai dari luar, tetapi akan menurunkan pengeluaran investasi pada perusahaan yang pada mulanya merencanakan akan membiayai seluruh investasinya secara internal, karena tidak mau menambah keurangan dananya melalui pembayaran ekternal.
5. ketidaksetujuan pemegang saham terhadapa kebijakan investasi dengan pembiayaan internal tampaknya akan memperbesar jumlah dana internal dibandingkan dengan kesempatan investasi perusahaan.

D. Dividen Saham, Pemecahan Saham, dan Pembelian Kembali Saham

Aspek lain dari kebijakan dividen adalah dividen saham dan pemecahan saham. Dividen saham dibayar dalam bentuk saham tambahan, bukan dalam bentuk kas, dan hanya berupa pemindahan pembukuan dari pos laba ditahan ke pos modal. Dalam pemecahan saham tidak terjadi perubahan dalam pos modal; sebaliknya jumlah saham biasa yang beredar bertambah. Dalam pemecahan dua untuk satu, pemegang saham menerima dua saham untuk setiap saham yang dipegang sebelumnya. Nilai buku per saham dibagi dua; demikian juga nilai pari atau nilai yang dicantumkan pada saham akan berubah.

Dari segi praktik, akan sedikit perbedaan antara dividen saham dan pemecahan saham New York Stock Exchange menganggap bahwa setiap pembagian saham yang berjumlah kurang dari 25%

dari saham yang beredar disebut dividen saham; dan pembagian sebesar 25% atau lebih sebagai pemecahan saham. Oleh karena keduanya serupa, berikut ini dibahas mengenai hal-hal yang berhubungan dengan dividen saham dan pemecahan saham.

- **Pemecahan Saham dan Dividen Saham**

Perusahaan akan bersedia untuk melakukan dividen saham, bila mereka betul-betul yakin bahwa mereka tidak akan menghadapi kesulitan dalam memenuhi syarat minimum laba ditahan yang ditentukan oleh pemberi pinjaman.

Seseorang sering mendengar bahwa saham dipecah karena ada batas harga yang optimum untuk saham biasa. Copeland (1979) melaporkan bahwa berlawanan dengan pendapat di atas, likuiditas pasar itu sebenarnya menjadi lebih rendah sesudah pemecahan saham. Volume perdagangan itu secara proporsional lebih rendah daripada saat sebelum dipecah, keuntungan agen secara proporsional lebih tinggi dan selisih antara penawaran dan permintaan adalah lebih tinggi dalam persentasenya terhadap harga tawaran. Secara keseluruhan, semua hasil nyata ini menunjukkan likuiditas sesudah pemisahan yang lebih rendah.

Hal ini menunjukkan bahwa, tanpa memperhatikan pengaruhnya pada jumlah nilai pasar perusahaan, penggunaan dividen saham dan pemecahan saham secara efektif akan meningkatkan jumlah pemegang saham dengan menurunkan harga, di mana saham diperdagangkan secara lebih popular. Mungkin perubahan dalam kepemilikan inilah yang menjadi alasan dilakukan pemecahan saham dan dividen saham.

Brennan dan Copeland (1988), menyajikan suatu model pemberian tanda dari pemecahan saham. Karena biaya transaksi merupakan persentase yang lebih tinggi dari nilai saham yang diperdagangkan untuk saham yang berharga rendah daripada saham yang berharga tinggi, pemecahan saham merupakan tanda yang mahal.

Jika ada 2 perusahaan yang sama dalam segala hal kecuali bahwa manajer perusahaan pertama berpendapat bahwa perusahaannya akan mengalami arus kas yang lebih tinggi di masa depan, maka perusahaan pertama dapat memperoleh manfaat dari pemecahan

saham karena kenaikan saham dari pemberian tanda arus kas masa depan yang lebih tinggi akan melebihi biaya dari likuiditas yang lebih rendah. Teori ini meramalkan bahwa harga pemecahan target, dan bukan faktor pemecahan, akan berkaitan dengan hasil pengembalian tanggal pengumuman.

McNichols dan Dravid (1990) melaporkan bahwa sesudah kejadian itu terdapat kenaikan positif yang tak terduga dalam laba perusahaan yang mengadakan pemecahan saham. Karena itu tampak bahwa pemecahan saham paling baik dijelaskan sebagai tanda mengenai prospek masa depan yang lebih baik untuk perusahaan bersangkutan.

- **Pembelian Kembali Saham Beredar**

Perusahaan yang membeli kembali sahamnya akan memperoleh keuntungan pajak dibandingkan dengan melakukan pembayaran dividen. Pembelian kembali saham akan menyebabkan kenaikan harga saham sehingga pemegang saham hanya terkena pajak dengan tarif pajak atas keuntungan modal dibandingkan dengan dividen kas yang terkena tarif pada dividen biasa.

Perusahaan dapat membeli kembali saham sendiri melalui 2 cara yaitu melalui pasar terbuka atau melalui penawaran tender. Pembelian melalui pasar terbuka biasanya merupakan program yang secara bertahap membeli kembali saham selama suatu periode tertentu. Dalam penawaran tender, perusahaan biasanya menentukan jumlah saham yang hendak dibelinya kembal, harga tender, dan jangka waktu penawaran ini berlaku. Apabila jumlah saham yang betul-betul ditawarkan oleh pemegang saham melebihi jumlah maksimum yang ditetapkan oleh perusahaan, maka biasanya pembelian dilakukan atas dasar pro rata.

Sebaliknya jika jumlah penawaran tender di bawah jumlah yang ditentukan, perusahaan dapat memutuskan untuk membatalkan penawaran atau memperpanjang waktu bekunya penawaran. Saham yang ditawarkan selama masa perpanjangan dapat dibeli dengan cara pro rata atau yang datang pertama yang dilayani lebih dulu.

Pembelian kembali saham bukan merupakan suatu alternatif yang sederhana bagi dividen tunai. Penawaran tender untuk

pembelian kembali itu dihubungkan dengan 5 hipotesis yang berdiri sendiri-sendiri, tetapi tidak betul-betul terpisah yaitu:

1. Hipotesis informasi atau isyarat
   Pembayaran tunai kepada pemegang saham dalam penawaran tender itu dapat diartikan sebagai suatu tanda bahwa perusahaan mengharapkan akan memperoleh peningkatan arus kas pada masa yang akan datang, tetapi dapat berarti juga bahwa perusahaan tidak memperoleh kesempatan investasi yang menguntungkan lagi.
2. Hipotesis leverage
   Jika pembelian kembali saham itu dibiayai dengan mengeluarkan surat utang daripada pembayaran tunai, leverage perusahaan akan meningkat dan jika ada keuntungan atas leverage seperti yang dikatakan Modigliani dan Miller (1963), maka pemegang saham akan untung.
3. Hipotesis penghindaran pajak dividen
   Tender untuk pembelian kembali saham akan terkena pajak keuntungan modal dan bukan pajak dividen jika distribusinya tidak sama dengan pembayaran dividen, atau jika pembelian kembali itu pada dasarnya tidak sebanding yaitu pemegang saham harus menjual lebih dari 20% dari miliknya dalam tender.
4. Hipotesis pengambilalihan pemegang obligasi
   Jika pembelian kembali ini secara tak terduga mengurangi aktiva pokok perusahaan, maka pemegang obligasi akan berada dalam posisi buruk karena jaminan yang dimilikinya mengecil.
5. Pemindahan kekayaan antar pemegang saham
   Pemindahan kekayaan antar pemegang saham yang ikut tender dan yang tidak ikut, mungkin akan timbul bila ada macam-macam pembatas dan atau biaya di antara kelompok pemilik.
   Rumus untuk menentukan harga sebelum pengumuman yaitu:

$$p_E n_E = p_0 n_0 - p_T (n_0 - n_E) + \Delta W$$

p_E = harga saham sesudah waktu penawaran tender berakhir
n_E =jumlah saham yang beredar sesudah pembelian kembali
p_0 =harga saham sebelum pengumuman
n_0 =jumlah saham yang beredar sebelum pengumuman
p_T =harga tender
ΔW = dampak penawaran tender terhadap kekayaan pemegang saham

BAB IX
SUMBER - SUMBER PEMBIAYAAN JANGKA PANJANG DAN PEMBIAYAAN SAHAM BIASA

A. Tinjauan Atas Sumber – Sumber Keuangan

Pendanaan internal tampaknya secara umum mempunyai kelebihan atas pendanaan eksternal, dikurangi pajak, dikurangi pemantauan oleh sumber pendanaan eksternal. Pendanaan eksternal digunakan ketika kebutuhan investasi tinggi dalam kaitan dengan tingkat profitabilitas. Peranan pendanaan internal oleh perusahaan Jepang bahkan lebih rendah dalam periode-periode awal manakala mereka secara agresif memperluas pangsa pasar dengan strategi harga rendah yang mengakibatkan investasi besar dan marjin laba yang rendah. Keberhasilan strategi ini terbayar dalam marjin laba yang lebih tinggi dalam tahun-tahun belum lama ini sehingga peranan pendanaan internal juga telah meluas di Jepang.

Pola lain yang diamati di antara negara-negara adalah bahwa hutang jangka pendek digunakan untuk pendanaan eksternal bila kebutuhan investasi besar dalam hubungan dengan sumber internal sebagai suatu mekanisme penyesuaian jangka pendek. Apabila laba tinggi dalam kaitan dengan kebutuhan investasi, hutang jangka pendek terlunasi. Dengan terakumulasinya laba ditahan, ekuitas dalam struktur modal naik untuk mengofset kenaikan dalam hutang. Suatu kenaikan dalam rasio hutang jangka panjang terhadap ekuitas merupakan keputusan untuk meningkatkan rasio leverage.

Sumber dana utama yaitu arus kas intern, dana eksternal jangka pendek, dan dana eksternal jangka panjang, memberikan tinjauan atas mekanisme pasar untuk mendapatkan dana jangka panjang. Tinjauan ini dimaksudkan sebagai kerangka untuk pembahasan masing-masing bentuk pembiayaan jangka panjang yang disajikan.

Memandang sumber pendanaan dalam kaitan dengan tahap pengembangan perusahaan, dimana dalam tahap pembentukan perusahaan, perusahaan baru kecil harus banyak mengandalkan pada tabungan pribadi, kredit dagang dan agen pemerintah. Selama pertumbuhannya cepat, pendanaan internal menjadi sumber yang penting untuk memenuhi kebutuhan keuangannya, meskipun pengandalan yang berkesinambungan akan diletakkan pada kredit dagang. Pada tahap ini, catatan keberhasilan juga memungkinkannya untuk mendapatkan kredit bank untuk membiayai kebutuhan musiaman, dan jika pinjaman itu dapat dilunasi atas dasar amortisasi selama dua atau tiga tahun, perusahaan itu juga dapat memenuhi syarat untuk pinjaman berjangka.

Suatu perusahaan berhasil dapat mencapai tahap *go public,* mengarah pada akses menuju pasar uang dan modal yang lebih besar, dan ini merupakan masa harapan yang sebenarnya dari perusahaan kecil.

Namun pada titik ini pun ,perusahaan itu harus melihat ke depan, menganalisis produk dan prospeknya. Karena setiap produk mempunyai siklus kehidupan, perusahaan juga harus menyadari bahwa tanpa perkembangan produk baru, pertumbuhan akan berhenti, dan akhirnya perusahaan akan menurun.

B. Pembiayaan Perusahaan Bertumbuh

Setelah pendirian perusahaan berhasil dengan potensi pertumbuhan, di sini perusahaan telah mencapai sukses awal, ia bertumbuh secara cepat dan cukup menguntungkan. Manajemen arus kas dan modal kerja menjadi semakin penting. Juga pada tahap ini, perusahaan akan mempunyai kebutuhan luar biasa untuk pendanaan tambahan dari luar.

Pada saat rasio hutang perusahaan menjadi lebih tinggi, maka beberapa perangkap keuangan harus diketahui dan dihindarkan.

Dalam suatu contoh, mantan pemilik dari suatu perusahaan menggambarkan masalah yang terjadi sesudah ia mendapatkan dana untuk mendukung pertumbuhan. Semula ia memiliki 100 persen dari perusahaannya,tetapi perusahaan membutuhkan modal. Ketika dua pemasok potensial dari dana yang diperlukan meminta 30 persen kepemilikan pendiri perusahaan setuju, dengan pikiran ia masih tetap memiliki pengendalian 40 persen yaitu blok saham biasa yang paling besar. Akan tetapi kedua pemilik ekuitas baru itu ikut mengurus dengan campur tangan pada manajemen kreatif perusahaan, dan mengakibatkan perusahaan jatuh. Mungkin tampak ini merupakan kesalahan yang agak elementer karena seseorang di dalam perusahaan diharapkan dapat melihat ke depan secara tepat pada jenis gerakan seperti ini.

Sejumlah sumber dana tersedia bagi perusahaan yang bertumbuh. Ini mencakup pribadi, bank komersial, perusahaan pemfaktoran, perusahaan modal ventura, penggabungan dengan perusahaan yang lebih besar, perusahaan asing, dan di AS dari *Small Business Administration* (SBA) serta *Small Business Corporations* (SBICs) yang disponsori oleh SBA.

Perusahaan yang mempunyai potensi pertumbuhan menghadapi resiko lebih besar daripada hamper semua jenis perusahaan lain, dan resiko mereka yang lebih tinggi memerlukan pendanaan jenis lain. Ini telah menyebabkan perkembangan sumber pendanaan modal ventura terspesialisasi. Beberapa perusahaan modal ventura diorganisasikan sebagai persekutuan atau firma, yang lain dalam bentuk perseroan yang lebih formal yang disebut perusahaan perkembangan investasi.

Pengumpulan dana yang tersedia untuk investasi modal ventura mencapai $ 31 milyar pada tahun 1989, bila dibandingkan dengan sekitar $ 3 milyar pada awal tahun 1080 an, dan arus masuk tahunan yang kecil hanya sekitar $10 juta pada pertenganhan 1970 an. Meskipun aktivitas modal ventura dimulai di AS hamper segera setelah Perang Dunia II, perangsang untuk bertumbuh terjadi pada tahun 1978 ketika (1) pajak keuntungan modal dikurangi dan (2) peraturan yang mencegah dana pension diinvestasikan dalam dana modal ventura diperlunak.

Penyaluran dana yang besar ke dana modal ventura mengakibatkan pengembaliannya menurun. Pada awal 1990 an banyak dana ventura yang memegang banyak bibit dalam portofolio yang tampaknya akan muncul menjadi pohon besar.

Karena meningkatnya persaingan di antara dana ventura selama tahun 1980 an, beberapa mulai berspesialisasi. Banyak dana ventura awal ada dalam bidang teknologi tinggi mengikuti contoh American Research and Development Corporation di Boston di mana pada akhir 1950 an menginvestasikan $60.ooo pada *Digital Equipment Corporation.* Sekitar 12 tahun kemudian investasi itu bernilai sekitar $500 juta.

Perusahaan bank investasi dan bank komersial juga telah membentuk cabang modal ventura. Beberapa investasi modal ventura oleh perusahaan yang pemilik sebelumnya telah memiliki pengalaman bank investasi atau bank komersial.

Banyak perseroan besar telah menginvestasikan uang dan berbagai jenis pengetahuan untuk memulai atau untuk membantu mengembangkan perusahaan bisnis kecil.

Bila sebuah perusahaan membuat sebuah permohonan baru untuk bantuan keuangan dari perusahaan modal ventura, maka beberapa perusahaan perkembangan menggunakan staf mereka sendiri untuk melakukan penelaahan ini. Sedang yang lain bergantung pada suatu dewan penasehat yang bertindak dalam kapasitas sebagai konsultan. Persentase yang tinggi dari permohonan-permohonan ditolak, tetapi jika permohonan itu disetujui, dana diberikan. Perusahaan modal ventura umumnya mengambil suatu posisi ekuitas dalam perusahaan yang mereka biayai, tetapi mereka juga dapat memberikan modal hutang.

Seringkali perusahaan modal ventura akan mengambil saham preferen konvertibel untuk investasinya. Ini mencegah pembebanan perusahaan baru yang haus modal itu dengan persyaratan pembayaran bunga atas hutang atau secara teknis berada dalam keadaan default. Saham preferen konvertibel juga memberikan kepada perusahaan modal ventura posisi terlebih dahulu dalam likuidasi dan peluang untuk mendapatkan posisi ekuitas yang cukup besar jika ventura itu menjadi sangat baik.

Teknik lain adalah dengan penggunaan komitmen modal bertahap. Dalam komitmen modal bertahap kapitalis ventura setuju untuk memberi modal dalam berbagai tahap di masa depan yang berbeda dengan penyediaan semua kebutuhan modal yang diperkirakan pada awalnya.

SCC (*staged capital commitment*) mengurangi resiko yang ditanggung kapitalis modal, karena kapitalis ventura itu menerima banyak informasi mengenai perusahaan tersebut. Informasi baru ini mengurangi ketidakpastian mengenai nilai perusahaan itu dan membantu keputusan kapitalis ventura, pengetahuan perusahaan dijadwalkan untuk kekurangan kas merupakan motivasi yang kuat bagi manajemen untuk memusatkan pada energi menciptakan nilai dari sumber daya yang terbatas.

Opsi untuk membatalkan membantu wiraswastawan itu dengan :

1. meningkatkan nilai perusahaannya pada kapitalis ventura, hingga dengan demikian menurunkan bagian perusahaan yang harus diberikan kepada kapitalis ventura semula
2. memusatkan energi wiraswastawan pada penciptaan nilai

Opsi yang terstruktur dengan baik untuk mengevaluasikan dan meningkatkan komitmen modal membantu baik wiraswastawan maupun kapitalis ventura dengan (1) memungkinkan venture itu untuk melanjutkan bila prestasinya tidak menguntungkan seperti yang diharapkan, (2) memberikan kepada wiraswastawan peluang untuk mendapatkan modal pada penilaian yang lebih tinggi, dan (3) memungkinkan perusahaan untuk bertumbuh pada suatu tingkat percepatan ketika prestasi melebihi perkiraan semula.

Perusahaan modal ventura menjalankan peran secara aktif dan berkesinambungan dalam perusahaan itu. Biasanya mereka tidak menuntut pengendalian suara, tetapi mereka paling tidak mempunyai satu anggota pada dewan komisaris perusahaan baru itu.

C. *Small Business Administration* dan SBICs

Small Business Administration (SBA) merupakan sumber yang penting dari modal ventura bagi perusahaan kecil. SBA menjamin

sampai 90 persen pinjaman yang dilakukan oleh bank untuk perusahaan bisnis kecil.

Sumber lain yang penting dari pendanaan modal ventura untuk perusahaan kecil adalah *Small Business Investment Company* (SBIC).

Untuk memenuhi syarat sebagai SBIC, sebuah perusahaan harus mempunyai paling tidak $1 juta dalam modal sendiri. Sebuah SBIC dapat meminjam sampai empat kali dari modal sendirinya dari SBA dalam surat hutang pemerintah atau komitmen pinjaman 100% yang keduanya bisa dipertahankan kembali.

Dalam operasinya, SBIC mengikuti dua kebijakan yang serupa dengan perusahaan modal ventura. Pertama investasi mereka umumnya dilakukan dengan membeli sekuritas residu dalam perusahaan pada mana dana itu diberikan. Kedua, SBIC menekankan pada konsultasi manajemen, dimana suatu biaya dibebankan.

Pembiayaan dengan modal ventura adalah bentuk pembiayaan langsung. Bentuk lain dari pembiayaan jangka panjang langsung lain adalah pinjaman berjangka dari bank komersial dan perusahaan asuransi, dan *private placement* (pinjaman jangka panjang) dari perusahaan asuransi dan dana pensiun .

Term loan merupakan pinjaman usaha langsung dengan masa jatuh tempo antara 1 sampai 15 tahun, dengan syarat akan dibayar kembali secara sistematis.

Private placement merupakan pinjaman usaha langsung dengan masa jatuh tempo lebih dari 15 tahun.

Antara kedua jenis pinjaman itu tidak dapat ditarik garis perbedaan yang tegas, jadi baik pinjaman jangka menengah maupun pinjaman jangka panjang merupakan jenis pembiayaan yang serupa.

D. Karakteristik Pinjaman Jangka Menengah dan Pinjaman Jangka Panjang

Amortisasi

Sebagian besar pinjaman menengah dilunasi atas dasar amortisasi, artinya pelunasan pokok hutang beserta bunganya dilakukan secara berangsur-angsur ketimbang menunggu

pembayaran sekaligus pada saat jatuh temponya. Sistem pelunasan ini melindungi pemilik uang dari peminjamnya dari kemungkinan gagalnya pelunasan hutang. Sistem amortisasi khusus penting bagi jenis pinjaman yang digunakan dengan usia produktif mesin dan pelunasan hutang akan diatur melalui arus kas yang diperoleh dari penggunaan mesin tersebut.

Jatuh Tempo

Untuk bank komersial pinjaman jangka menengah berumur 5 tahun atau kurang. Untuk perusahaan asuransi, jatuh tempo pinjaman biasanya berlangsung sekitar 5 tahun sampai 15 tahun. Perbedaan ini memperlihatkan bahwa jangka waktu hutang dari bank komersial jauh lebih pendek dibanding jangka waktu hutang dari perusahaan asuransi.

Jaminan

Bank komersial biasanya mensyaratkan adanya jaminan pinjaman sebesar 60% dari volume hutang dan 90% dari jumlah pinjaman jangka menengah yang diberikan. Mereka menerima saham perusahaan, obligasi, mesin, dan peralatan sebagai jaminan pinjaman. Perusahaan asuransi juga mensyaratkan jaminan pinjaman sebesar sepertiga dari volume hutang yang diberikan. Biasanya jaminan yang diterima adalah tanah dan rumah atau real estate, khususnya untuk pinjaman jangka panjang.

Opsi

Bentuk kompensasi tambahan yang paling popular adalah opsi, untuk membeli saham biasa. Opsi bias berbentuk warrant (surat hak beli saham) yang tak dapat dipisahkan dari perjanjian kredit untuk membeli saham dengan harga yang telah ditentukan selama jangka waktu tertentu

Salah satu keunggulan utama pinjaman jangka menengah adalah jaminan bahwa pinjaman dapat mempergunakan pinjamannya dalam waktu yang telah disetujui bersama.

Pada pinjaman berjangka 90 hari, karena pihak bank memiliki opsi untuk memperpanjang atau tidak ia berhak memeriksa kondisi pihak peminjam. Karena jangka waktu pinjaman adalah

jangka menengah, sudah tentu pihak kreditor telah membentengi kepentingannya dengan berbagai persyaratan protektif.

Beberapa persyaratan protektif adalah :

1. Rasio lancar (*current ratio*). Rasio lancer debitor harus tetap dipertahankan pada tingkat tertentu tergantung dari bidang usahanya.
2. Hutang jangka panjang tambahan. Biasanya pihak debitor dilarang (a) membuat hutang jangka panjang baru, kecuali seijin pihak kreditor,(b) meningkatkan aktiva ke pihak ketiga,(c) membuat ikatan kewajiban bersyarat (*contingent liabilities*), (d) mengadakan ikatan lease jangka panjang melebihi jumlah tertentu yang disetujui bersama.
3. Manajemen. Perjanjian pinjaman juga mensyaratkan bahwa (a) setiap perubahan penting dalam komposisi manajemen harus disetujui oleh pihak kreditor, (b) asuransi jiwa harus diberikan kepada para eksekutif teras perusahaan dan (c) proxi atau hak pilih harus diberikan selama jangka waktu tertentu kepada pihak penjamin hutang yang dipercayai oleh kreditor.
4. Laporan keuangan. Pihak debitor harus secara periodik menyerahkan laporan keuangan perusahaan untuk diperiksa oleh pihak kreditor.

Biaya

Suku bunga pinjaman jangka menengah bervariasi dengan suku bunga pada umumnya, besar kecilnya jumlah pinjaman, dan kualitas peminjam.

Suku bunga dapat tetap selama jangka waktu pinjaman, tetapi dapat juga berbeda-beda. Biasanya untuk pinjaman jangka menengah dalam perjanjian akan dirinci dengan jelas bahwa suku bunga pinjaman didasarkan pada tingkat rediskonto rata-rata selama tiga bulan terakhir yang ditetapkan oleh Bank Sentral.

Hasil analisis terhadap pinjaman yang ditawarkan kepada masyarakat besar, emisi terjamin, kecenderungan EBIT cukup baik, rasio tingkat suku bunga baik. Premi resiko menjadi lebih besar jika jangka waktu jatuh tempo surat berharga lebih lama, dan rasio hutang jangka panjang terhadap total aktiva lebih tinggi. Untuk pinjaman jangka panjang jumlah hutang yang dikeluarkan dan

tingkat suku bunga adalah signifikan dan mempunyai hubungan negative dengan premi resiko.

Untuk pinjaman jangka panjang, suku bunga biasanya berkisar antara 0,10 sampai 0,50% lebih tinggi dari tingkat suku bunga emisi masyarakat.

Evaluasi Pembiayaan Langsung

Dari segi peminjam, keunggulan pembiayaan langsung adalah

1. Berbagai jenis pinjaman jangka pendek yang bersifat musiman, sehingga tidak perlu khawatir bahwa suatu pinjaman tidak diperpanjang.
2. Peminjam tidak dibebani biaya registrasi SEC dan iuran investasi.
3. Waktu untuk memperoleh dana pinjaman relatif lebih cepat disbanding waktu yang dibutuhkan untuk mengeluarkan obligasi.
4. karena hanya satu kreditor yang terlibat, negosiasi untuk memodifikasi persyaratan pinjaman relative lebih mudah.

Kelemahan pembiayaan langsung bagi peminjam adalah:

1. Suku bunga jangka panjang mungkin lebih besar dibanding suku bunga pinjaman jangka pendek karena uang pihak kreditor lebih lama tertahan di pihak debitor.
2. Perusahaan akan mengalami kekurangan kas yang besar.
3. Karena suatu periode pinjaman jangka menengah cukup lama, kreditor biasanya menetapkan suatu standar kredit yang tinggi, dan mengharuskan posisi keuangan yang kuat dari peminjam, rasio lancar yang baik, rasio lancar yang baik rasio hutang modal sendiri yang rendah, rasio aktivitas yang positif, dan rasio laba yang memuaskan.
4. Persyaratan pinjaman jangka menengah sewajarnya lebih rumit dan ketat dibanding pinjaman jangka pendek jangka waktu 90 hari.
5. Biaya prapinjam dan lain sebagainya dari pinjaman jangka panjang jelas lebih mahal dibanding jenis pinjaman lainnya.

Keunggulan dari pinjaman melalui dana masyarakat yang tidak dimiliki oleh pinjaman jangka menengah atau pinjaman jangka panjang yaitu:

1. Nilai perusahaan di mata umum jelas meningkat karena dengan berhasilnya penarikan dana masyarakat di bursa efek, kredibilitas perusahaan menjadi lebih tinggi.
2. Distribusi hutang atau modal yang luas memungkinkan perusahaan membelinya kembali, terutama pada waktu nilainya sedang merosot.

Perbankan Investasi

Salah satu lembaga utama yang berperan sebagai perantara keuangan adalah lembaga perbankan investasi. Bank investasi sering menyesatkan, karena bank investasi yang kita kenal sebenarnya bukan investor atau banker. Artinya mereka tidak secara langsung menginvestasikan dana secara permanen, atau berbagai tempat penyimpanan dana para penabung.

Fungsi dari bank investasi adalah perantara dari dana dan tabungan perorangan dalam pembelian surat-surat berharga perusahaan. Bank investasi melakukan tugas dengan cara membeli dan mendistribusikan surat berharga baru yang dikeluarkan oleh berbagai perusahaan.

Penanggungan

Fungsi penanggungan (*underwriting*) merupakan fungsi asuransi yang menanggung risiko kerugian akibat fluktuasi harga selama periode pendistribusian emisi baru surat berharga.

Dalam praktek tidak jarang kita jumpai jatuhnya harga obligasi perusahaan yang baru seminggu dikeluarkan dan dibeli oleh bank investasi. Perusahaan pemilik obligasi tentu tidak perlu memikirkan resiko atas fluktuasi harga pasar pada waktu bank tersebut menjual obligasi. Salah satu fungsi ekonomi utama pihak bank investasi adalah menanggung sepenuhnya resiko merosotnya bunga obligasi perusahaan sebelom semuanya terjual habis. Oleh karena itu bank investasi sering disebut penanggung, yaitu menanggung resiko selama masa pendistribusian.

Distribusi

Bank investasi merupakan organisasi yang mendistribusikan surat berharga, dan melakukan fungsi distribusi secara efisien dan ekonomis dibanding broker perorangan.

Nasehat dan Bimbingan

Bank investasi yang terlibat dalam aktivitas penerbitan surat berharga, berdasarkan pengalamannya mampu menjadi penasihat dan pembimbing karakteristik serta persyaratan surat berharga yang akan menarik para investor.

Seringkali bank investasi duduk dalam dewan direksi perusahaan yang surat-surat berharganya dijual, dengan demikian dapat memberikan bimbingan secara terus menerus dan meningkatkan kemungkinan suksesnya perusahaan.

Fungsi Sertifikasi

Ada sejumlah faktor yang menimbulkan fungsi sertifikasi dari bank investasi, manajer dapat mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan daripada pembeli prospektif dari sekuritasnya. Karena bank investasi melaksanakan studi mendalam yang berkelanjutan atas perusahaan-perusahaan, mereka ada dalam posisi yang biasa mengurangi asimetri informasi, selain itu cenderung mengadakan pemantauan atas prestasi perusahaan.

Bank investasi mempunyai kemampuan sebagai penjamin mutu terbitan dan penetapan harga yang wajar.

Operasi Perbankan Investasi

Cara terbaik untuk memahami fungsi perbankan investasi adalah dengan menelusuri sejarah terbitnya surat berharga baru. Proses yang diperlukan dalam penerbitan saham baru.

Perundingan Pra-Penanggungan

Manajemen teras perusahaan penerbit surat berharga dan bank investasi mengadakan perundingan jumlah modal yang dibutuhkan perusahaan, tipe surat berharga yang akan dikeluarkan dan persyaratan-persyaratannya.

Bank investasi dan perusahaan membuat perjanjian kerja sama. Bank investasi mulai melaksanakan penelitian lebih mendalam mengenai kedudukannya sebagai penanggung. Jika perusahaan merencanakan akan membeli aktiva tambahan, staf teknik penanggung akan menganalisis kelayakan neraca itu.

Pada saat semua penelitian selesai dilakukan, tetapi pendaftaran ke SEC belum dilakukan, pihak bank investasi akan membuat perjanjian pertanggungan untuk ditandatangani bersama. Pihak perusahaan dapat mengusulkan beberapa perubahan persyaratan dalam suatu pembahasan bersama, dan setelah kedua belah pihak setuju, perjanjian penanggungan ditandatangani dan semua persyaratan dimuat dalam penanggungan kecuali harga dari surat berharga itu.

Laporan Pendaftaran

Laporan pendaftaran mencakup semua informasi usaha keuangan yang relevan mengenai perusahaan dan kemudian diserahkan ke SEC. Jangka waktu menunggu berkisar 20 hari. Selama 20 hari ini, pihak SEC akan menganalisis laporan pendaftaran untuk menentukan kelengkapan dan kelayakannya. Selama periode pengkajian, SEC juga berhak menolak atau meminta penjelasan tambahan.

E. Penetapan Harga Surat-Surat Berharga

Harga yang harus dibayarkan penanggung ke perusahaan yang mengeluarkan surat berharga umumnya baru ditentukan pada hari terakhir pendaftaran. Dalam ketentuan penerbitan surat berharga baru, umumnya bank investasi diharuskan membeli di bawah harga penutupan pada hari terakhir registrasi.

Jika surat berharga rendah, tugas bank investasi akan menjadi ringan, meskipun pada dasarnya perusahaan akan meminta harga yang setinggi mungkin.

Jika perusahaan mempunyai data keuangan yang baik yang dapat membandingkannya dengan saham perusahaan sejenis, bank investasi terpaksa harus memberikan harga yang mendekati pasar.

Sindikat Penanggungan

Sindikat penanggungan adalah suatu asosiasi yang sifatnya sementara untuk tujuan tertentu.

Dalam pelaksanaannya, pihak bank investasi pengelola akan mengajak bank investasi lain untuk ikut serta, dengan dasar pengetahuan mereka mengenai jenis penawaran yang harus dibuat dan mengenai kuatnya hubungan memasarkan jenis surat berharga.

Ada 3 alasan mengapa sindikat digunakan dalam distribusi surat-surat berharga:

1. sebuah bank investasi tidak memiliki cukup dana untuk menangani sendiri emisi surat berharga yang besar nilainya.
2. Walaupun bank investasi cukup kuat untuk menangani emisi yang besar nilainya, tetapi untuk menanggung resiko fluktuasi emisi baru, mungkin ia memerlukan partner lain yang akan bersama-sama menanggung resiko.
3. Pemanfaatan beberapa organisasi penjualan lain memungkinkan penghematan beban penjualan emisi dan menggiatkan jaringan distribusi surat berharga yang lebih luas.

Kelompok Penjual Surat Berharga

Kelompok penjual dibentuk dengan tujuan untuk mendistribusikan surat berharga, kelompok ini terdiri dari para penyalur, yaitu pihak yang partisispasinya tidak sebesar partisipasi kelompok penanggung.

Operasi kelompok penjual dikendalikan oleh sutau perjanjian kelompok penjualan, yang terdiri dari beberapa pokok :

1. *Uraian emisi*. Uraian emisi biasanya dicetak dalam sebuah prospectus. Disisni dijelaskan perusahaan apa yang mengeluarkan dan jenis surat berharga apa yang dikeluarkan.
2. *Konsesi*. Para anggota kelompok penjual membeli sebuah emisi dengan harga yang berlaku umum dikurangi konsesi, sebagai komisi untuk penjualannya. Jumlah komisis penjualan biasanya lebih besar dibanding jumlah honorarium pengelolaan dan honor penanggungan.
3. *Menangani surat berharga yang dibeli*. Perjanjian kelompok penjualan menggariskan bahwa surat berharga tidak boleh di bawah harga yang ditawarkan kepada manajer umum.

4. *Umur kelompok penjualan*. Kelompok penjualan biasanya berumur sekitar 30 hari dan dapat dibubarkan lebih awal oleh manajer. Jika dikendalikan oleh 75% anggota kelompok penjualan, umurnya diperpanjang selama 80 hari lagi.

Penawaran dan Penjualan

Penawaran ke masyarakat secara formal, disebut pembukaan buku, yang mencerminkan masa lalu niaga perbankan investasi. Pada pembukuan ini, manajer akan menerima pesanan dari kelompok penjual dan masyarakat yang ingin membelinya. Jika permintaan cukup besar, dapat segera dilakukan penutupan buku dan diumumkan bahwa emisi surat berharga tersebut dipesan.

Stabilisasi Pasar

Selama jangka waktu penawaran dan distribusi surat berharga, manajer kelompok penanggung biasanya berupaya untuk menstabilkan harga. Periode stabilisasi harga ini hanya akan bertahan sekitar 30 hari. Harga emisi dipertahankan dengan cara melakukan pembelian kembali di pasar pada harga tertentu.

Jika harga emisi terus merosot selama periode penawaran, maka pihak bank investasi yang paling menderita kerugian. Karena alasan itu, operasi penstabilan harga emisi tidak cukup untuk melindungi kelompok penanggung.

Upaya untuk memantapkan harga selama jangka penawaran adalah suatu pelaksanaan yang monopolistik. Tetapi para bank investasi menyatakan bahwa tanpa upaya pemantapan harga, risiko yang lebih besar akan ditanggung dan merupakan biaya penanggungan bagi perusahaan yang mengeluarkan surat berharga tersebut.

Biaya Penerbitan

Honor penanggungan merupakan penyebaran atau perbedaan antara harga terbitan yang ditawarkan kepada publik dan hasil bersih yang diterima oleh penerbitnya. Untuk terbitan besar dengan nilai lebih dari $100 juta, honor penanggung sebagai persentase dari hasil kotor cenderung mencapai 2 sampai 3 persen saja.

Biaya penerbitan berupa biaya-biaya yang dikeluarkan oleh perusahan yang menerbitkan, tetapi bukan bagian dari kompensasi yang dibayarkan kepada perusahaan bank investasi.

Dalam penerbitan saham, penurunan signifikan 1 sampai 2 persen terjadi, kemungkinan lain adalah pengembalian abnormal negatif adalah karena ketidakseimbangan permintaan penawaran sementara. Mungkin studi jangka panjang dari terbitan sekuritas musiman menemukan bahwa pengembalian abnormal positif berkaitan dengan pendanaan peluang pertumbuhan yang menguntungkan.

Penetapan harga terlalu rendah mengacu pada pengembalian abnormal yang paling mungkin dihasilkan oleh pembeli di dalam beberapa minggu atau hari sesudah penerbitan.

Biaya penerbitan untuk terbitan kecil dapat merupakan bagian yang cukup besar dari hasil kotor. Biaya tetap yang terlibat dalam penjualan ekuitas atau obligasi musiman adalah besar sehingga terdapat skala ekonomis.

Studi lain mengungkapkan bahwa biaya penerbitan saham biasa lebih besar dibanding saham preferen, dan biaya keduanya jauh melebihi biaya penerbitan obligasi.

Obligasi biasanya dibeli dalam jumlah besar oleh sejumlah kecil investor lembaga keuangan, sedangkan saham dibeli oleh jutaan pembeli perorangan.

Saham juga lebih mudah berfluktuasi dibanding obligasi sehingga risiko penanggungannya akan lebih besar.

Biaya Penerbitan yang Dinegoisiasi versus Penanggungan secara Tender Terbuka

Bank investasi memiliki pengetahuan dan pengertian dari konsultasi dengan perusahaan yang terus menerus selama beberapa tahun. Untuk masalah keuangan tertentu, bank investasi memiliki latar belakang pengetahuan yang kuat. Pihak perusahaan lebih suka berhubungan dengan bank investasi untuk menerbitkan suatu surat berharga baru. Hal ini disebut "penanggungan secara negoisasi."

Untuk perusahaan pelayanan umum, usaha penerbitan surat berharga baru akan melibatkan beberapa bank investasi asing. Peraturan SEC U-50 menetapkan bahwa setiap perusahaan pelayanan umum (*public utility company*) harus menerapakan sistim tender terbuka (*competitive bidding*) untuk menerbitkan surat berharga baru. Sebenarnya peraturan ada atau tidak, perusahaan umum akan cenderung menerapkan sisten tender terbuka,karena karakteristik dari perusahaan ini lebih seragam (*uniform*).

Obligasi bersuku bunga rendah mempunyai pengaruh positif terhadap biaya penerbitan,sedangakan suku bunga yang tinggi mempunyai pengaruh negatif. Hal seperti ini tampaknya berperan sebagai mandat (proxy) bagi upaya penjualan dan/atau efek risiko.

Variabel yang termasuk di dalam garis regresi adalah besar kecilnya perusahaan yang mengeluarkan surat berharga yang memberikan dampak negative terhadap biaya penerbitan. Ini merupakan mandat atas skala ekonomi dalam proses penangguhan.

Go Public dan IPO *(Initial Public Offering)*

Go public merupakan perubahan fundamental dalam gaya hidup paling tidak ada 4 hal:

1. perusahaan beralih dari pengendalian tidak resmi dan pribadi ke sistem pengendalian resmi, dan kebutuhan akan teknik-teknik keuangan seperti rasio analisis dan sistem *du pont* untuk perencanaan dan pengendalian keuangan meningkat pesat.
2. informasi harus dilaporkan atas dasar tepat waktu kepada investasi luar, sekalipun pendirinya mungkin terus mempunyai pengendalian mayoritas.
3. perusahaan harus mempunyai keluasan menejemen dalam fungsi bisnis jika ingin mengoperasiakan bisnis yang meluas secara efektif.
4. perusahaan yang memiliki *public* biasanya membentuk dewan direksi, yang harus meliputi wakil-wakil dari pemilik *public* dan kelompok luar lainya yang berkepentingan, untuk membantu merumuskan rencana dan kebijakan yang baik.

Biaya IPO

Biaya yang tampak dari penawaran *public* perdana (IPO) adalah tinggi. Tetapi bukti pada prestasi rendah sesudah pemasaran menyatakan bahwa biaya-biaya ini dapat merupakan keuntungan bagi penerbitnya.

Mengikhtisarikan biaya penjualan tertanggung dari penawaran *public* perdana. Ini dibedakan antara penawaran komitmen kuat dan penawaran upaya terbaik,perbedaan yakni:

Karakteristik	Komitmen Kuat	Upaya Terbaik
1. ukuran penerbit	Lebih besar	Lebih kecil
2. ukuran terbitan	Lebih besar	Lebih kecil
3. harga tawaran dipastikan	ya	ya
4. jumlah minimum saham dirinci	ya	ya
5. menawarkan penarikan jika minimum tidak terjual	tidak	ya
6. penangung	utama	biasanya tidak
7. pembeli	Lebih banyak	Lebih banyak
8. nilai semula terbitan	investasi	investasi
9. kerentanan sesudah pemasaran	lembaga	pribadi
	Lebih pasti	Kurang pasti
	Lebih rendah	Lebih tinggi

Dalam penawaran tunai komitmen kuat bank investasi setuju untuk menanggung dan membagikan terbitan itu pada harga yang disetujui untuk sejumlah saham tertentu dan membagikan terbitan itu pada harga yang disetujui untuk sujumlah saham tertentu yang akan dibeli oleh penanggung. Penerbit tetap menanggung sejumlah risiko berkenaan dengan baik harga maupun jumlah saham yang terjual.

Pada terbitan yang terlalu rendah, investor yang terinformasi berusaha membeli persentase saham yang tinggi. Investor yang tak terinformasi mengalokasikan jumlah dana investasi yang kurang lebih sama untuk setiap terbitan.

Keputusan untuk Go Publik

Keuntungan perusahaan go publik :

- Dana tambah diperoleh
- Pengungkapan dan pemantauan luar mempermudah untuk mendapatkan dana tambahan di masa depan
- Harga pubik ditetapkan dan perilaku sesudah itu merupakan pengujian atas prestasi perusahaan itu
- Seringkali berguna untuk mempunyai harga *public,* yang menetapkan nilai untuk tujuan pajak
- Likuidasi yang meningkat diperoleh karena pasar yang mungkin berkembang dalam saham

Kerugian potensial dari *go public* :

- Kehilangan pengendalian dalam pembagian kepemilikan
- Aktivitas perusahaan sekarang terungkap sepenuhnya
- Lebih banyak pelaporan formal kepada agen publik yang disyaratkan ini memakan biaya
- Jika saham itu tidak menarik peminat, pasar untuk itu mungkin relatif tidak aktif sehingga kehilangan manfaat potensial dari evaluasi prestasi dan pendorong yang melekat
- Investor luar dapat mendorong untuk hasil prestasi jangka pendek sampai suatu tingkat suatu tingkat yang berlebihan
- Perusahaan *public* harus mempublikasikan informasi yang dapat mengungkapkan informasi yang vital dan peka pada perusahaan saingan
- Biaya melayani pemegang saham dan beban lain yang berkaitan juga dapat merupakan pertimbangan bagi perusahaan yang kecil.
- Suatu keuntungan dati tidak *go public* adalah bahwa sebagian besar program tidak perlu dipertimbangkan dengan studi dan laporan yang terinci kepada dewan direksi. Tindakan dapat diambil lebih cepat dan adakalanya mendapatkan investasi baru dengan demikian sangat penting bagi keberhasilannya.

F. Penggunaan Hak dalam Pembiayaan

Jika hak untuk memiliki lebih dahulu tercantum dalam anggaran dasar perusahaan, maka perusahaan harus menawarkan

setiap saham baru kepada pemegang saham lama. Jika hak tidak tercantum maka perusahaan mempunyai pilihan untuk menjual saham baru ke pemegang saham lama atau para investor baru.

Jika perusahaan menjual saham baru ke pemegang saham lama, penerbit saham disebut penawaran hak *(right offering)*. Setiap pemegang sahm diberi opsi untuk membeli sejumlah tertentu sertifikat saham baru dan persyaratan hak opsi dicantum dalam surat yang disebut hak (*right*). Setiap pemegang saham memiliki satu hak untuk setiap sertifikat saham yang dimiliki.

Jumlah Hak yang Dibutuhkan untuk Membeli Saham Baru

Dengan membagi dana yang dibutuhkan dengan harga per saham, akan diperoleh jumlah saham baru yang dibutuhkan.

$$\textbf{jumlah saham baru} = \frac{\textbf{dana yang dibutuhkan}}{\textbf{harga per saham}}$$

Selanjutnya adalah membagi jumlah saham lama yang beredar dengan saham baru untuk memperoleh jumlah hak yang dibutuhkan untuk memperoleh satu saham baru. Pemegang saham selalu hanya memperoleh satu hak untuk selembar sertifikat saham yang dimiliki.

jumlah hak yangdibutuhkan untuk membeli selembar saham

$$= \frac{\text{jumlah saham lama}}{\text{jumlah saham baru}}$$

Tanpa Hak *(Ex Right)*

Hak yang saham lama ingin diperjualbelikan selama periode penawaran. Maka ditetapkan sebuah tanggal tercatat sebagai pemegang saham dan selewatnya tanggal tersebut, saham akan kehilangan hak (tanpa – *ex right*).

Formula Nilai Sebuah Hak

Dengan Hak

Pada saat saham masih tejual dengan harga, dengan hak, nilai dari hak sendiri pada waktu diemisikan dapat menggunakan formula berikut ini:

Nilai sebuah hak = nilai pasar saham dengan hak – harga pendaftaran
jumlah hak yang dibutuhakan untuk membeli
sebuah saham + 1

$$ur = \frac{po - ps}{\# + 1}$$

dimana

po : Harga saham dangan hak (right-on price)
ps : Harga pendaftaran (subscription price)
: Jumlah hak yang dibutuhkan untuk membeli sertifikat saham baru
ur : Nilai sebuah hak

Tanpa Hak

nilai sebuah hak : nilai pasar saham dengan hak – harga pendaftaran
jumlah hak yang dibutuhakan untuk membeli 1 saham

$$ur = \frac{pe - ps}{\#}$$

pe : adalah harga tanpa hak dari saham

Dampak Terhadap Posisi Para Pemegang Saham

Para pemegang saham mempunyai pilihan menggunakan hak mereka atau cukup menjualnya.Jika mereka mempunyai cukup dana dan ingin membeli lebih banyak saham dari perusahaan, mereka akan menggunakan haknya. Jika mereka kekurangan dana atau tidak ingin membeli lebih banyak saham,hak itu akan dijual.

Alasan yang Mungkin untuk Terbitan Tertanggung

Sejumlah faktor merupakan pertimbangan yang bernilai paling tidak merupakan penjelasan sebagian mengapa terbitan ditanggungkan:

- Manajemen lebih suka tidak membebani pemegang saham dengan keharusan menggunakan dana guna menginvestasikan lebih banyak di dalam perusahaan dengan menggunakan hak mereka atau menjual.
- Penggunaan penanggung dapat menyediakan pembagian yang lebih luas untuk sekuritas itu, perjanjian penanggungan dapat merinci upaya-upaya yang akan dilakukan untuk men-

jual saham perusahaan ini secara luas jika itu merupakan pembelian yang baik.
- Penanggung dapat memberikan nasehat dan konsultasi yang berkelanjutan diantara terbitan yang sulit dihargakan secara langsung sehingga kompensasi dan diberikan dalam kaitan dengan terbitan periodik.

Penaksiran dari Penggunaan Hak

Hak memiliki lebih dahulu memberi pemegang saham proteksi untuk mempertahankan bagian pro rata atas laba dan pengendalian atas perusahaan. Itu juga bermanfaat bagi perusahaan. Dengan menawarkan terbitan sekuritas baru pada pemegang saham yang ada, perusahaan meningkatkan kemungkinan penerimaan saham yang menguntungkan.

Peraturan Tataniaga Surat Berharga

Para manajer keuangan dipengaruhi peraturan-peraturan tersebut karena alasan :

1. Para eksekutif teras terikat dengan kewajiban pribadi.
2. Peraturan tersebut secara langsung maupun tidak langsung mempengaruhi pembiayaan modal serta perilaku uang dan pasar modal, di mana surat berharga perusahaan itu diperjual-belikan.
3. Kesediaan para investor utnuk membeli surat berharga perusahaan atau pemerintah sangat dipengaruhi oleh perlindungan undang-undang.

Undang-Undang Surat Berharga 1933

Yang mendorong dikeluarkannya undang-undang ini adalah
- Kerugian besarnya yang dialami investor,
- kegagalan di banyak perusahaan karena sangat terbatasnya informasi yang tersedia, dan
- Representasi yang salah terhadap investor.

Sasaran utama Undang-Undang Surat Berharga 1933 adalah penyediaan catatan representasi *(record of representations)* dan pengungkapan sepenuhnya (*full disclosure*) informasi yang relevan.

Untuk mencapai dua sasaran pokok ini perlu dilakukan berbagai hal berikut:

1. Penawaran ke masyarakat dengan jumlah paling sedikit $1,5 juta dan menaati peraturan Undang-Undang Surat Berharga 1933, (kecuali obligasi pemerintah dan saham bank).
2. Surat berharga harus didaftarkan paling lambat 20 hari sebelum ditawarkan.
3. Setelah registrasi efektif, surat berharga dapat ditawarkan dengan disertai prospek.
4. Jika laporan registrasi atau prospectus tersebut mengandung hal-hal yang menyesatkan atau suatu fakta penting dihilangkan, pembeli yang merasa dirugikan berhak mengajukan tuntutan hukum.

Undang-Undang Bursa Berharga 1934

Undang-undang Bursa Berharga 1934 perluas prinsip pengungkapan yang diterapkan pada penerbitan surat berharga berdasar Undang-undang Surat Berharga 1933 dalam memperjualbelikan surat berharga yang telah beredar.

Untuk mencapai tujuan ini ditetapkan ketentuan berikut:

1. Dibentuk SEC *(Securities and Exchange Commission)* sebagai badan pengawasan pasar atau bursa surat berharga.
2. Disediakan registrasi dan peraturan untuk bursa surat berharga nasional.
3. Diterapkan sistem pengawasan terhadap "orang dalam" perusahaan
4. SEC diberi wewenang untuk mencegah manipulasi.
5. SEC mempunyai kendali terhadap praktek-praktek dan cara-cara pemberian mandat.
6. Menciptakan pengendalian arus kredit ke transaksi surat berharga dengan memberikan wewenang kepada Dewan direksi Bank sentral untuk mengendalikan marjin yang diinginkan.

Amandemen Undang-Undang Surat Berharga 1975

Amandemen Undang-Undang Surat Berharga 1975 *(Securities Acts Amendements of* 1975) dikeluarkan setelah selama 4 tahun

dilakukan riset dan penelitian terhadap perubahan pasar surat berharga.

Secara umum, amandemen 1975 ini menekankan pentingnya efisiensi niaga surat berharga, perkembangan yang sehat dalam persaingan, kemudahan dan kelengkapan informasi. Amandemen 1975 membutuhkan beberapa manfaat serbagai berikut:

- Jangkauan surat berhargalebih luas ke masyarakat, karena baik perusahaan yang terdaftar di pasar modal maupun yang belum terdaftar akan sama-sama berperan serta dalam sistem pasar nasional.
- Pasar kedua *(secondary markets)* yang lebih kuat akan merangsang para investor perorangan untuk menanam modal mereka ke dalam surat berharga baru.
- Pasar surat berharga yang lebih likuid akan menyebabkan biaya modal yang rendah.

Perubahan Terakhir Peraturan SEC

Mekanisme penjualan surat berharga dalam pasar *public* secara langsung dipengaruhi oleh perubahan-perubahan dalam peraturan SEC.

Peraturan mengenai Perdagangan Orang-Dalam *(Insider)*

Dengan meningkatnya aktivitas merger dan akuisisi 1980an adalah meningkatnya peraturan oleh SEC dan pengadilab atas aktivitas perdagangan orang dalam. Undang-undang dan peraturan-peraturan orang dalam antara lain, Undang-undang Sanksi Perdagangan Orang-Dalam 1984 (ditetapkan untuk kerusakan lipat tiga dalam kasus perdagangan orang dalam) dan Undang-undang Organisasi Racketeer yang Berpengaruh dan Korupsi 1970 (ditetapkan untuk penyitaan aktiva sesudah penuduhan dan kerusakan lipat tiga setelah gugatan untuk perusahaan yang menipu konsumen, investor, dan seterusnya.

Menafsirkan peraturan yang ada secara sangat umum, pengadilan menyatakan adalah salah bagi pihak luar untuk memperdagangkan informasi dalam perusahaan dalam tiga macam situasi:

1. Pihak luar memberi informasi.

2. Doktrin "penyalahgunaan".
3. Perdagangan orang dalam pada penawaran tender.

Munculnya Perkembangan

Ada tiga perkembangan besar:

- Meningkatnya persaingan di antara sumber-sumber keuangan.
- Mengaburnya kategori tradisional mengenai bentuk pendanaan.
- Meningkatnya globalisasi pasar keuangan.

BAB X
PEMBIAYAAN SAHAM BIASA
Pembagian Laba, Kendali dan Risiko

A. Hak Pemegang Saham Biasa

Hak pemegang saham biasa dalam perseroan bisnis ditetapkan undang-undang. Hak-hak kolektif tertentu biasanya diberikan kepada para pemegang saham biasa, yaitu :

1. Hak untuk mengubah akta dengan persetujuan penjabat yang berwewenang dalam negara bagian perseroan.
2. Hak untuk menggunakan dan mengubah anggaran dasar.
3. Hak untuk mengangkat direksi perseroan.
4. Hak untuk mengotorisasi penjualan aktiva tetap.
5. Hak untuk mengadakan merger.
6. Hak untuk mengubah jumlah saham biasa yang di-otorisasi
7. Hak untuk menerbitkan saham preferen, surat utang, obligasi dan sekuritas lainnya.

Pemegang saham biasa juga mempunyai hak khusus sebagai pemilik pribadi, yaitu :

1. Hak untuk memberi suara dengan cara yang dijelaskan pada akta perseroan.
2. Hak untuk menjual sertifikat saham mereka, memindahkan hak kepemilikan mereka kepada orang lain.
3. Hak untuk memeriksa pembukuan perusahaan.
4. Hak untuk menerima bagian aktiva perseroan pada saat likuidasi.

Hakikat Hak Suara dan Persaingan Proxy

Untuk setiap lembar saham biasa yang dimiliki, pemiliknya mempunyai hak satu suara pada rapat tahunan pemegang saham atau pada pertemuan-pertemuan khusus yang diadakan.

Proxy merupakan suatu alat pemindahan sementara hak suara. Sifat pemindahan hak ini terbatas jangka waktunya, biasanya digunakan pada kesempatan tertentu, misalnya pada rapat tahunan pemegang saham.

SEC selalu mengawasi penggunaan mekanisme *proxy* dan seringkali menerbitkan peraturan-peraturan untuk memperbaiki sistem administrasinya. Pengawasan yang dilakukan oleh SEC dapat dibenarkan, atas dasar paling sedikit dua alasan berikut ;

1. Mekanisme *proxy* diserahkan seluruhnya kepada pihak manejemen, ada kemungkinan mereka yang sedang berkuasa akan selalu berusaha mengekalkan kekuasaannya.
2. Jika dengan mudah manajemen yang sedang berjalan didaulat oleh sekelompok minoritas pemegang saham dan pemegang saham oposisi, situasi pengelolaan perusahaan akan berada dalam bahaya karena pihak minoritas dapat saja memanfaatkan keuntungan sementara mereka dengan mendudukkan teman atau bahkan diri mereka sendiri dalam posisi manajemen.

Pemungutan Suara Kumulatif

Metode pemungutan suara yang sering dipraktikkan adalah pemungutan suara kumulatif. Pemungutan suara kumulatif mengijinkan suara ganda untuk memilih seorang direktur. Sistem kumulatif ini dirancang untuk memungkinkan kelompok minoritas pemegang saham memperoleh suara yang berarti dalam pemilihan direktur, paling tidak satu direktur dala dewan direksi perusahaan.

Hak Memiliki Lebih Dahulu

Hak untuk memiliki lebih dahulu (*preemptive right*) adalah hak para pemegang saham biasa untuk membeli emisi saham biasa untuk membeli emisi saham biasa tambahan.

Tujuan hak memiliki lebih dahulu ada dua, yaitu :

1. Menjaga kekuatan untuk mengendalikan perusahaan yang dimiliki oleh para pemegang saham sekarang.
2. Dana yang paling penting ialah bahwa hak memiliki lebih dahulu tersebut akan melindungi penurunan nilai (*value dilution*) saham yang sedang dimiliki para pemegang saham saat ini.

Hak Suara dan Nilai Pengendalian

Pembagian hak suara dan arus kas diantara pemegang saham biasa selain dari dasar satu untuk satu dapat dilakukan dengan beberapa cara. Dengan kelas saham biasa yang berbeda, satu kelas dapat tidak mempunyai suara dalam pemilihan dewan direksi atau diizinkan untuk memberi suara hanya pada sebagian kecil dari dewan itu. Kelas saham dengan hak suara yang lebih rendah mungkin mempunyai lebih sedikit suara perlembar, atau mungkin tidak mempunyai hak suara sama sekali. Bahkan tanpa kelas saham yang berbeda, pembagian saham dapat mengubah secara efektif hak suara' khususnya bila hak suara kumulatif tidak diberlakukan, suara dari pemegang saham minoritas dapat dianggap benar–benar tidak ada artinya.

Perjanjian kontraktual seperti trust hak suara dan perjanjian *standstill* dapat juga bedampak secara nominal sama dengan hak suara. Dalam hak trust suara, pemegang saham menahan hak arus kas pada saham mereka dengan memberikan hak suara saham itu kepada kesatuan lain. Perjanjian *standstill* tidak memperbolehkan seseorang pemegang saham untuk mengakuisisi saham tambahan dan memberi suara kontinjen untuk pemegang saham preferen dalam hal tidak ada dividen atau lebih jarang untuk pemegang obligasi. Sekuritas konvertibel termasuk surat jaminan dan opsi dapat juga dipandang sebagai hak suara bersyarat yang diberikan, yakni tergantung pada konversi atau penggunaan.

Manfaat lain dari pengendalian hak suara manajemen selain dari gaji yang meningkat dan hak eksklusif telah diidentifikasi. Kepemilikan suara mendorong manajemen untuk menginvestasikan dalam modal manusia yang spesifik organisasi. Biaya evaluasi prestasi manajemen mungkin tinggi jika sulit menyampaikan informasi yang diperlukan untuk mengevaluasi prestasi kepada pemegang saham luar, kepemilikan suara manajemen melindungi manajer dari dikeluarkan dari kantor karena kesalahan. Misalnya, kemungkinan strategi jangka pendek, atau penilaian yang akurat atas prestasi manajemen mungkin memerlukan penyebaran informasi kepemilikan.

B. Evaluasi Saham Biasa Sebagai Sumber Dana

Kita akan menilai saham biasa dari sudut pandang pihak emiten (penerbit) dan juga sudut pandang masyarakat umum.

Sudut Pandang Emiten

Keunggulan. Ada beberapa keunggulan pembiayaan dengan saham biasa bagi kepentingan emiten :

1. Saham biasa tidak memberi dividen tetap. Jika perusahaan dapat memperoleh laba, pemegang saham bias akan memperoleh dividen. Tetapi berlawanan dengan bunga obligasi yang sifatnya tetap (merupakan biaya tetap bagi perusahaan), perusahaan tidak diharuskan oleh hukum untuk selalu membayar dividen kepada para pemegang saham biasa.
2. Saham biasa tidak memiliki tanggal jatuh tempo tertentu.
3. Karena saham biasa menyediakan landasan penyangga atas rugi yang diderita para kreditornya, maka penjualan saham biasa akan meningkatkan kreditabilitas perusahaan.
4. Saham biasa dapat, pada saat–saat tertentu, dijual lebih mudah dibandingkan bentuk hutang lainnya. Saham biasa mempunyai dua daya tarik tersendiri bagi kelompok investor tertentu karena dapat memberi pengembalian yang lebih tinggi dibanding bentuk hutang lain atau saham preferen dan mewakili kepemilikan perusahaan, saham biasa menyediakan para investor benteng proteksi terhadap inflasi secara lebih baik dibandingkan saham preferen atau obligasi. Umumnya saham biasa meningkat nilainya aktiva riil juga meningkat selama periode inflasi.
5. Pengembalian yang diperoleh dari saham biasa dalam bentuk keuntungan modal merupakan objek tarif pajak penghasilan yang rendah. Karena itu, tarif pajak penghasilan perorangan efektif atas pengembalaian saham biasa dapat lebih rendah di bandingkan tariff pajak efektif atas bunga hutang.

Kelemahan. Bagi pihak penerbit saham, kelemahan saham adalah :

1. Penjualan saham biasa dapat meningkatkan hak suara atau hak kendali yang dimiliki oleh para pemegang saham. Karena alasan ini, antara lain, pembiayaan melalui saham biasa tambahan

biasanya dihindari oleh perusahaan yang masih baru dan kecil, perusahaan yang dikelola sendiri oleh pemiliknya. Mereka cenderung enggan membagi kendali perusahaan dengan pihak luar.
2. Saham biasa lebih banyak memberi hak untuk memperoleh laba kepada pemilik perusahaan. Pembiayaan melalui hutang memungkinkan perusahaan memanfaatkan dana dengan biaya tetap yang rendah, sedangkan saham biasa memberi hak sama kepada para pemegang saham baru untuk ikut menikmati laba bersih perusahaan.
3. Dividen saham biasa tidak bias digolongkan sebagai beban untuk kepentingan perpajakan sedangkan bunga obligasi tergolong biaya.

Sudut Pandang Masyarakat

Dari sudut pandang masyarakat, saham biasa merupakan bentuk pembiayaan yang disenangi karena akan membuat perusahaan kurang terpengaruh oleh kemerosotan penjualan laba. Pembiayaan melalui saham biasa tidak melibatkan biaya-biaya tetap seperti bunga obligasi. Misalnya biaya tetap dapat menyebabkan perusahaan yang sedang goncang mudah mengalami kepailitan.

Dalam analisis tentang bagaimana bentuk pembiayaan yang dibutuhkan, para bank investasi mempertimbangkan faktor-faktor berikut :

a. Risiko
   - Struktur keuangan
   - Penutupan biaya tetap
   - Penutupan kebutuhan arus kas
   - Tingkat risiko sistematis

b. Biaya relatif
   - Dampak atas nilai pasar per saham dari saham biasa
   - Dampak atas biaya modal.

c. Dampak atas kendali

Risiko yang sudah tinggi akan lebih meningkat lagi jika pembiayaan dilakukan melalui fasilitas hutang. Sebagai akibat dari peningkatan risiko, biaya hutang dan tentunya juga pembiayaan

saham akan ikut meningkat. Dengan pembiayaan saham, nilai per lembar saham biasa akan meningkat tetapi biaya modal akan menurun. Selain itu tidak akan timbul masalah kendali perusahaan. Atas dasar pertimbangan semua faktor tersebut, maka pembiayaan dengan saham biasa dapat kita anjurkan.

C. Penggunaan Saham Preferen dalam Keputusan Pembiayaan

Saham preferen merupakan gabungan pendanaan antara hutang dan saham biasa. Jika terjadi likuidasi, tuntutan pemegang saham preferen atas aktiva berada urutan setelah kreditor namun sebelum pemegang saham biasa. Walaupun demikian, jika dividen preferen sampai tidak mencukupi jumlahnya (karena laba perusahaan sangat menurun), perusahaan bisa saja menunda sampai tahun depan.

Dalam beberapa jenis analisis, saham preferen diperlakukan sebagai hutang. Hal ini terjadi, misalnya dalam analisis yang dilakukan oleh calon pemegang saham, yang dipertimbangkan fluktuasi laba karena adanya beban biaya surat berharga yang tetap. Lain halnya jika analisis dilakukan oleh pemegang obligasi yang sedang mengkaji posisi perusahaan terhadap kemunduran penjualan atau labanya. Karena dividen atas saham preferen tidak tergolong dalam biaya tetap (artinya, kegagalan membayar dividen tidak digolongkan sebagai kelalaian perusahaan memenuhi kewajibannya), saham preferen merupakan sebuah sarana peredam (*cushion*) yang menyediakan dasar kepemilikan tambahan. Bagi para pemegang saham, saham preferen lebih merupakan instrumen yang mendorong leverage seperti halnya hutang. Bagi para kreditor, saham preferen merupakan tambahan modal.

Karena karakteristik yang melekat, hak-hak, dan kewajiban yang ada dari setiap surat berharga khusus sangat bervariasi, maka suatu titik penurunan hasil akan segera tercapai dalam pembicaraan tentang jenis surat berharga yang berbeda-beda itu. Apabila situasi ekonomi berubah, bentuk-bentuk baru surat berharga saling bermunculan. Jumlah dan ragamnya dibatasi oleh imajinasi dan keahlian manajer keuangan dalam merumuskan persyaratan-persyaratan emisi. Karena itu, tidak mengherankan, jika saham preferen pun terdiri dalam berbagai bentuk, antara lain:

1. Prioritas terhadap Aktiva dan Laba
   Banyaknya persyaratan dalam sebuah sertifikat saham preferen dirancang untuk mengurangi resiko dari saham biasa. Saham preferen biasanya memiliki prioritas yang berkaitan dengan laba dan aktiva perusahaan. Ada dua ketentuan yang ditetapkan untuk mencegah agar hak prioritas ini dipatuhi. Pertama ialah bahwa tanpa persetujuan pemegang saham preferen, tidak boleh diterbitkan surat-surat berharga yang mempunyai hak klaim yang lebih tinggi atau sama. Yang kedua ialah adanya laba yang ditahan. Perusahaan harus memiliki jumlah minimum laba ditahan sebelum dividen saham biasa boleh dibagikan. Untuk memastikan tersedianya aktiva lancar untuk pembayaran dividen tersebut, rasio pos lancar minimum perlu dijaga.
2. Dividen Kumulatif
   Sebagian besar emisi saham preferen selalu memberikan apa yang disebut dividen kumulatif, yang artinya bahwa seluruh dividen saham preferen yang belum terlunasi harus diselesaikan sebelum perusahaan membayar dividen saham biasanya. Fasilitas kumulatif dalam saham preferen merupakan sarana untuk melindungi kepentingan pemegangnya.
3. Masalah Pertukaran
   Sekitar 40 persen dari jumlah keseluruhan saham preferen yang diemisikan selama beberapa tahun terakhir dapat ditukar menjadi saham biasa.

Saham preferen memiliki beberapa ketentuan yang tidak mutlak harus ada dalam setiap bentuk saham preferen, yaitu:

1. Hak Suara (*voting rights*). Kadang-kadang pemegang saham preferen diberi hak suara untuk memilih para direktur perusahaan. Pada umumnya mereka hanya dapat memilih jumlah minoritas, misalnya 2 atau 3 direktur dari dewan yang terdiri dari 9 direktur.
2. Berpartisipasi. Meskipun jarang, ada jenis saham preferen tertentu yang dapat berpartisipasi bersama saham biasa dalam

hal pembagian laba perusahaan. Beberapa faktor berikut biasanya berkaitan dengan apa yang disebut partisipasi saham preferen dengan saham biasa dalam hal pembagian laba perusahaan. (a) pertama, dibayar dividen saham preferen sesuai jumlah yang dinyatakan; (b) kemudian, laba dialokasikan pada dividen saham biasa, yang labanya sama seperti dividen saham preferen; (c) sisa laba yang ada dibagi rata antara pemegang saham preferen dan pemegang saham biasa.

3. Dana Cadangan Pelunasan Hutang (sinking fund). Beberapa emisi saham preferen mengharuskan perusahaan menyediakan dana cedangan pelunasan hutang dalam jumlah minimum tertentu.
4. Jatuh Tempo (*maturity*). Kebanyakan saham preferen tidak pernah ada masa jatuh temponya. Tetapi, jika disediakan dana cadangan pelunasan hutang, dalam sertifikat saham preferen tersebut dicantumkan kapan tanggal jatuh temponya.
5. Fasilitas Opsi Tarik (*call provision*). Fasilitas opsi tarik memberi perusahaan emiten hak untuk menebus kembali saham preferen, seperti halnya obligasi.
6. Tingkat Dividen yang Luwes. Para pemegang saham preferen akan menderita rugi dalam perekonomian yang mengalami inflasi, karena besarnya dividen tetap dan harus menanggung risiko merosotnya nilai saham dipasar.
7. Saham Preferen dengan Tingkat-Lelang.

Keunggulan yang biasa dinikmati oleh pihak perusahaan emiten saham preferen adalah:

1. Berlawanan dengan obligasi, perusahaan tidak terikat untuk membayar dividen saham preferen.
2. Sebuah perusahaan yang ingin memperluas usahanya karena tingkat labanya cukup tinggi dapat memberikan laba yang lebih tinggi bagi para pemilik pertama, dengan menjual saham preferen, dengan hasil pengembalian yang terbatas daripada dengan menjual saham biasa.
3. Dengan menjual saham preferen, manajer keuangan perusahaan dapat menghindarkan pembagian laba yang merata, dimana hal ini harus dilakukan dengan menjual saham biasa.

4. Bentuk saham preferen juga mengijinkan perusahaan untuk menghindari pemegang saham preferen ikut mengendalikan perusahaan melalui hak suaranya.
5. Berlawanan dengan obligasi, saham preferen memungkinkan perusahaan mencadangkan aktiva perusahaan yang bernilai hipotik.
6. Karena biasanya saham preferen tidak memiliki masa jatuh tempo dan juga tidak harus disediakan dana cadangan pelunasan hutang, sifatnya lebih luwes dibanding obligasi.

Bagi pihak perusahaan emiten, saham preferen memiliki kelemahan sebagai berikut :

1. Pada umunya saham preferen harus dijual dengan tarif yang lebih tinggi dibandingkan obligasi.
2. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham preferen tidak bisa dikurangkan dalam penghitungan pajak penghasilan perusahaan. Fakta ini menyebabkan biaya diferensial saham preferen lebih mahal dibanding biaya diferensial obligasi.
3. Biaya hutang setelah pajak kira-kira mencapai setengah dari bunga obligasi untuk perusahaan yang keuntungannya besar. Sedangkan, biaya saham preferen setelah pajak seringkali sama besar dengan jumlah dividennya.

Bagi investor, saham preferen memiliki beberapa keunggulan seperti berikut :

1. Saham preferen memberikan hasil yang relatif stabil
2. Dalam kasus likuidasi, pemegang saham preferen lebih diprioritaskan disbanding pemegang saham biasa
3. Banyak perusahaan (seperti perusahaan asuransi) lebih sering menginvestasikan uang dalam saham preferen, karena 70 atau 80 persen dari dividen yang diterima tidak terkena pajak.

Saham preferen bagi investor mempunyai beberapa kelemahan sebagai berikut :

1. Meskipun para pemegang saham preferen kurang terpengaruh oleh risiko kepemilikan perusahaan (dalam kasus likuidasi, misalnya) namun hasil pengembalian yang diperoleh sangat terbatas.

2. Fluktuasi harga saham preferen lebih besar dibanding harga obligasi, tetapi hasil yang diperoleh sering lebih sedikit dibanding bunga obligasi.
3. Para pemegang saham preferen tidak mempunyai hak paksa atas dividen.
4. Jumlah akumulatif dividen yang tertunggak, yang diselesaikan dengan pembayaran kas tidak sebanding dengan jumlah yang terhutang.

Dengan analisis nilai sekarang bersih (NPV) kita dapat mengetahui apakah surat berharga yang beredar harus ditarik atau jika tidak dapat ditarik perlu dibeli kembali dipasar modal dan uang. Hampir seluruh emisi obligasi dan emisi saham preferen memiliki fasilitas opsi tarik sehingga, jika diperlukan, dapat dilakukan "paksaan" untuk menarik kembali surat berharga mereka dengan premi opsi tarik.

Banyak orang mempunyai beberapa pengalaman dengan janji untuk membayar. Obligasi hanyalah merupakan wesel promes jangka panjang. Hipotek merupakan penggadaian kekayaan tertentu untuk mendapatkan suatu pinjaman. Dalam obligasi hipotek, perusahaan menggadaikan aktiva nyata tertentu sebagai jaminan obligasi itu. Penggadaian itu merupakan syarat pinjaman itu. Obligasi hipotek, dengan demikian, dijamin oleh kekayaan nyata *(real property).*

Trustee (Wali)

Setiap orang atau badan hukum termasuk perseroan terbatas, dapat ditunjuk sebagai wali asalkan dianggap cukup mampu. Akan tetapi, biasanya sebuah departemen tertentu dari bank komersial bertindak sebagai wali para pemegang obligasi.

Wali menyandang tiga tanggung jawab utama, yaitu:

1. Mereka mengesahkan emisi obligasi. Tanggung jawab ini mencakup supervisi agar seluruh persyaratan hukum yang dibutuhkan untuk menyusun kontrak obligasi dan identure benar-benar telah dipenuhi dan dilaksanakan.

2. Mengawasi aktivitas perusahaan khususnya dalam melaksanakan tanggung jawab yang telah digariskan dalam peraturan-peraturan identure.
3. Mereka bertanggung jawab untuk mengambil langkah-langkah yang sesuai untuk kepentingan para pemegang obligasi seandainya perusahaan lalai membayar bunga atau pokok obligasi.

Pada awal taun 1930 banyak perusahaan yang melakukan kewajibannya dalam hal obligasi, karena para wali tidak bertindak mewakili kepentingan para pemegang obligasi. Mereka tidak mengawasi harta perusahaan secara efektif, dan mereka sering kurang cepat bertindak secara leluasa meneruskan kebijakan yang menguntungkan diri sendiri, tetapi merugikan para pemegang obligasi. Dalam beberapa kasus, harta yang sudah dijaminkan untuk obligasi ternyata dijual. Akibatnya ialah para pemegang obligasi berhipotik mempunyai posisi yang tidak lebih dari posisi para kreditor umum.

Karena praktek seperti ini kongres meloloskan rancangan Trust Identure Act pada 1939 dengan sasaran melindungi para pemegang obligasi. Secara spesifik, undang-undang ini mengatur (1) para wali harus diberi kekuasaan yang cukup untuk bertindak atas nama dan kepentingan para pemegang obligasi; (2) identure harus secara terbuka menjabarkan hak-hak dan tanggung jawab perusahaan dan pemegang obligasinya dan tidak menipu; (3) para pemegang obligasi bisa mengubah identure; (4) wali dapat bertindak penuh untuk melindungi kepentingan pemegang obligasi jika sampai terjadi kelalaian pihak perusahaan; (5) hubungan yang dekat antara wali dengan perusahaan penerbit obligasi dan (6) perusahaan harus menerbitkan laporan secara periodik kepada para wali sehingga mereka dapat menjalankan fungsinya secara efektif.

Identure

Hubungan jangka panjang antara kreditor dan debitor sehubungan dengan sebuah promes jangka panjang ditetapkan dalam suatu dokumen yang disebut identure. Dalam hal promes

yang jangka waktunya hanya 60 atau 90 hari, pihak kreditor tidak terlalu besar menanggung risiko gagalnya pelunasan hutang.

Pada sertifikat saham biasa atau saham preferen, rincian hubungan kontrak dapat diringkas dalam beberapa paragraf saja. Sedangkan obligasi identure, rincian kontrak dapat terdiri dari ratusan (halaman uang memuat klausul) penting seperti (1) bentuk obligasi dan instrumennya; (2) uraian lengkap mengenai harta yang dijaminkan; (3) jumlah otoritasi emisi obligasi; (4) klausul-klausul protektif yang terinci, disebut *akad* (covenant); (5) minimum rasio lancar tertentu, dan (6) pasal-pasal tentang cara penebusan (*redemption*) atau *privilage* untuk menarik kembali obligasi.

Akad-akad obligasi dapat dibagi menjadi empat kategori utama; (1) kategori yang membatasi penerbitan hutang baru, (2) kategori yang membatasi pembayaran dividen; (3) kategori yang membatasi aktivitas merjer, dan (4) kategori yang membatasi penjualan harta perusahaan.

Walaupun akad-akad obligasi dirancang untuk melindungi para pemegang obligasi dari berbagai tindakan yang mungkin dapat mengurangi jaminan posisi mereka, sebenarnya tidak ada satu perangkat akad pun yang mampu menghilangkan semua risiko yang ada. Karena itu, diperlukan informasi yang akurat tentang berbagai perubahan pada risiko hutang perusahaan atas dasar hutang-piutang antar perusahaan.

Peringkat Obligasi

Salah satu pedoman untuk mutu obligasi adalah penentuan peringkat. Peringkat diberikan oleh Standard & Poor's (S&P), Moody's dan Fitch. Peringkat moody berkisar dari Aaa sampai Caa; S&P yang sepandan berkisar dari AAA sampai CCC.

Persyaratan Opsi Tarik

Dalam persyaratan *opsi tarik* (*call provision*) perusahaan emiten diberi hak untuk menebus kembali obligasinya. Persyaratan ini secara umum menetapkan bahwa perusahaan harus membayar jumlah tebusan di atas nilai nominal obligasi; jumlah lebih ini didefinisikan sebagai premi opsi tarik (*call premium*). Premi opsi tarik biasanya sama dengan jumlah bunga obligasi satu tahun, jika

opsi tarik dilakukan pada tahun pertama obligasi, dan jumlah ini akan menurun dengan tarif tetap pada tahun-tahun berikutnya.

Dana Cadangan Pelunasan Hutang

Dana cadangan pelunasan hutang (*sinking fund*) merupakan fasilitas yang secara berkala ditujukan untuk menebus obligasi perusahaan. Biasanya perusahaan harus membeli atau menarik sebagian dari obligasinya setiap tahun. Kadang-kadang pembayaran dana cadangan pelunasan hutang itu dikaitkan dengan penjualan atau laba tahun berjalan, tetapi biasanya diharuskan dalam suatu jumlah yang tetap. Jika perusahaan gagal memenuhi kewajiban itu maka dapat mengakibatkan obligasi itu dinyatakan tidak dapat dibayar dan akibat selanjutnya perusahaan akan mengalami kepailitan. Jadi, jelaslah bahwa dana cadangan pelunasan hutang yang tidak terkelola secara efisien bisa menyebabkan terkurasnya kas perusahaan.

D. Obligasi Dengan Jaminan

Hutang jangka panjang dengan jaminan dapat diklasifikasikan menurut:

1. Prioritas Klaim
   Hipotik senior memiliki klaim yang didahulukan atas harta dan laba perusahaan. Hipotik senior dari perusahaan kereta api, misalnya, juga dikenal sebagai "hipotik di sisi rel kereta api", yang artinya ialah bahwa klaimnya atas tanah dan harta perusahaan kereta api menduduki urutan pertama. Hipotik yunior merupakan hipotik yang ditempatkan pada urutan kedua, ketiga, dan seterusnya. Hak gadainya adalah nomor dua di bawah hak gadai hipotik senior.
2. Hak Mengemisikan Surat Berharga Tambahan
   Obligasi hipotik dapat diklasifikasikan dalam kaitannya dengan hak untuk menerbitkan obligasi tambahan, yang dijamin dengan aktiva perusahaan yang sama.
   Dalam kasus hipotik tertutup (*closed-end mortgage*), sebuah perusahaan tidak bisa menjual obligasi tambahan (selain obligasi yang sudah ada) yang dijamin oleh harta

perusahaan yang sama seperti yang dijaminkan dalam hipotik. Misalnya, sebuah perusahaan dengan aktiva senilai $5 juta memiliki hutang hipotik $2 juta atas hartanya ini. Jika hipotik ini tegolong dalam jenis tertutup, perusahaan tidak dapat mengemisikan obligasi. Dalam hal ini, rasio jumlah obligasi senior terhadap nilai harta tidak akan bertambah dengan dikeluarkannya obligasi tambahan.

Jika kontrak obligasi sama sekali tidak menyebutkan batasan-batasan di atas, hipotik jenis ini disebut hipotik terbuka (*open-end mortgage*). Misalnya sebuah perusahaan menghipotikkan hartanya (senilai $5juta) dengan nilai obligasi sebesar $2 juta. Jika suatu saat perusahaan mengeluarkan obligasi tambahan senilai $1 juta, dengan jaminan harta yang sama, jumlah hipotik akan menjadi $3 juta atas harta yang bernilai $5 juta. Jika perusahaan mengalami likuidasi, dan total harta perusahaan hanya laku $2 juta, pemegang obligasi senior (yang pertama) akan menerima 67% saja atau untuk setiap obligasi senilai $1 juta. Jika hipotik itu tergolong dalam hipotik tertutup, kasusnya akan lain, ia akan menerima 100%.

Jenis hipotik yang lain adalah hipotik terbuka yang terbatas (*limited open-end mortgage*). Dengan contoh yang sama di atas, akan digambarkan karakteristik hipotik ini. Emisi obligasi berhipotik pertama (senior) mempunyai nilai $2 juta dengan jaminan harta perusahaan senilai $5 juta. Dalam identure dicantumkan klausul bahwa perusahaan diizinkan mengemisikan obligasi tambahan senilai $1 juta atau obligasi tambahan yang jika digabungkan dengan obligasi pertama akan mencapai nilai 60% dari seluruh nilai harta perusahaan semula. Jadi, hipotik ini bersifat terbuka hanya sampai titik tertentu.

3. Lingkup Hak Gadai

   Hak gadai ditetapkan terhadap harta perusahaan tertentu. Untuk hak gadai khusus, jaminan hipotik pertama dan hipotik kedua merupakan harta perusahaan yang ditentukan

secara khusus pula. Sebaliknya, jenis hipotik lain, yaitu hipotik umum (*blanket mortgage*) dijamin oleh seluruh harta tak bergerak yang dimilki oleh perusahaan. Harta tak bergerak hanya mencakup tanah dan semuanya yang berada di atasnya; jadi hipotik umum bukan merupakan hipotik atas kas, piutang dagang, atau persediaan, yang semuanya tergolong sebagai harta perorangan, tetapi mencakup tanah dan seluruh harta yang berada di atasnya. Bagi para pemegang obligasi, hipotik umum lebih memberi proteksi dibanding hak-gadai khusus karena ia menyediakan fasilitas klaim atas semua harta tak bergerak perusahaan.

Debenture

Ada beberapa alasan mengapa perusahaan menggunakan obligasi tanpa jaminan (*unsecured bond*). Ada yang disebabkan karena keuangan perusahaan sedang mengalami defisit, tetapi ada juga yang sebaliknya-posisi keuangan perusahaan sedang kuat sekali. Selain itu, ada pula yang disebabkan oleh faktor perpajakan atau ketidakpastian atas prospek laba yang akan diterima perusahaan dimasa mendatang. Semua alasan tersebut meningkatkan beberapa bentuk pembiayaan hutang tanpa jaminan. Debenture merupakan salah satu bentuk hutang tanpa jaminan, dimana tidak ada hak-gadai yang diikatkan pada harta tertentu perusahaan emiten obligasi. Para pemegang debenture, karena itu, merupakan kreditor umum yang mempunyai hak klaim hanya atas harta perusahaan yang belum dijaminkan. Lalu apa keunggulan bentuk pembiayaan ini? Dari sudut pandang perusahaan emiten, harta perusahaan tidak terbebani oleh pembiayaan yang terjadi kemudian. Walaupun begitu, dalam praktik, penggunaan debenture tergantung pada sifat aktiva perusahaan dan kekuatan kredit perusahaan secara umum.

Sebuah perusahaan yang memiliki posisi kredit sangat kuat mempunyai kemampuan untuk menerbitka debenture. Sebaliknya jika posisi kreditnya sangat lemah sehingga tidak ada aktiva yang tersisa untuk ditanggungkan, perusahaan tidak mempunyai pilihan lainnya selain debenture; semua aktivanya telah dibebani.

Porsi hutang dalam program pembiayaan American Telephone & Telegraph sejak Perang Dunia II sebagian besar terjadi dari debenture. AT&T begitu kuat posisi kreditnya sehingga mereka tidak perlu memberikan jaminan untuk debenture yang diterbitkan.

Debenture juga diemisikan oleh perusahaan dalam bidang industri yang secara praktis tidak dapat menyediakan hak-gadai melalui hipotik aktiva tetap. Contoh perusahaan jenis ini ialah perusahaan-perusahaan keuangan dan bisnis jasa perdagangan (*mail order house*); mereka biasanya tidak memiliki aktiva tetap yang cukup dalam kaitannya dengan total harta mereka. Sebagian besar harta mereka terdiri dari persediaan atau piutang, jenis yang tidak cocok untuk dijaminkan sebagai hipotik.

Debenture yang Di-subordinasi *(Subordinated Debenture)*

Istilah subordinasi berarti di posisi nomor dua atau di bawah. Jadi, hutang bersubordinasi memiliki klaim yang diprioritasnya nomor dua setelah hutang bukan subordinasi manakala perusahaan itu dilikuidasi. Debenture dapat disubordinasi dibawah wesel bayar-biasanya pinjaman bank-atau di bawah hutang lainnya. Jika perusahaan sampai mengalami likuidasi, klaim debenture tidak akan dibayar sampai semua hutang senior yang disebut dalam identure sudah lunas dibayar. Hutang senior biasanya tidak mencakup hutang dagang perusahaan.

Jika dibandingkan dengan hutang bersubordinasi, saham preferen mempunyai posisi yang agak lemah karena dividennya tidak dapat digolongkan sebagai beban dalam perhitungan pajak. Debenture bersubordinasi digolongkan sebagai bentuk saham preferen khusus, dimana dividennya dapat dikurangkan sebagai beban dalam perhitungan pajak. Oleh karena itu, hutang bersubordinasi merupakan unsur hutang yang penting sebagai sumber permodalan perusahaan.

Jadi, alasan digunakannya debenture bersubordinasi cukup jelas. Bentuk hutang debenture ini menawarkan kelebihan dalam hal perpajakan. Bentuk ini tidak membatasi perusahaan untuk mencari bentuk sumber-sumber pembiayaan lainnya. Hal ini tentu berbeda jika semua sumber hutang perusahaan sama jenisnya. Penggunaan debenture bersubordinasi juga makin digemari

pada masa pengetatan uang, dimana pihak bank komersial menginginkan pembiayaan dengan modal sendiri yang lebih besar untuk pembiayaan jangka pendek. Debenture, dalam situasi seperti ini, dapat melapangkan jalan perusahaan untuk menyediakan permodalan sendiri sebagai jaminan hutang kepihak bank komersial atau untuk bentuk hutang senior. Penggunaan debenture ini juga menggambarkan perkembangan surat berharga yang hibrida timbul untuk memenuhi tuntutan situasi yang terus berubah dipasar modal.

Obligasi Pendapatan

Pada jenis obligasi pendapatan (*income bonds*) ini diatur bahwa bunga akan dibayar jika laba perusahaan cukup untuk memenuhi hutang obligasi ini. Tetapi pokok obligasi tetap harus dibayar pada saat jatuh temponya. Jadi komponen bunga obligasi bukan merupakan biaya tetap bagi perusahaan. Obligasi pendapatan diterbitkan pada saat suatu perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan dari sejarah perkembangannya terlihat bahwa perusahaan tidak mungkin mampu memenuhi biaya tetap diwaktu akan datang. Secara lebih umum, obligasi pendapatan ini merupakan alat hutang yang memberi kelonggaran pada saat laba perusahaan tidak cukup untuk membayar bunganya. Obligasi pendapatan hampir menyerupai saham preferen dalam arti, kegagalan untuk membayar bunga kedua alat hutang tidak menyebabkan perusahaan dinyatakan lalai membayar hutangnya. Kelebihan obligasi pendapatan atas pemegang obligasi pendapatan dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, sedangkan dividen untuk saham preferen tidak.

Karakteristik utamanya dan keunggulan khusus obligasi pendapatan ialah bahwa bunga hanya dibayarkan jika perusahaan memang memperoleh laba berjalan. Karena dalam perhitungan laba mungkin timbul perbedaan interprestasi, maka identure obligasi pendapatan secara rinci dan cermat mendefinisikan apa yang diartikan sebagai pendapatan dan beban. Tanpa definisi yang cermat seperti ini kemungkinan besar timbul tuntutan hukum. Beberapa jenis obligasi pendapatan bersifat kumulatif secara tak

terbatas (jika tahun selanjutnya); ada juga yang kumulatif hanya untuk tiga sampai lima tahun pertama, setelah itu tidak kumulatif.

Surat Hutang dengan Suku Bunga Mengambang

Pada saat suku bunga naik karena inflasi, pihak peminjam uang biasanya tidak tertarik untuk menerbitkan hutang jangka panjang. Kurva hasil biasanya akan terbalik dalam keadaan seperti ini dimana suku bunga hutang jangka pendek lebih tinggi dibanding suku bunga hutang jangka panjang. Salah satu faktor adalah, para peminjam lebih senang membayar tambahan premi bunga untuk dana hutang jangka pendek daripada mengikatkan diri pada hutang jangka panjang selama dua atau tiga puluhan tahun.

Surat hutang dengan suku bunga mengambang (*Floating-rate Notes* = FRN) merupakan alat yang dikembangkan untuk mengurangi risiko suku bunga yang tinggi tetapi mudah berubah. Suku bunga FRN ini akan bervariasi di atas suku bunga jangka panjang atau pendek yang ditetapkan Departemen Keuangan AS. Suku bunga FRN biasanya tetap atau dijamin melebihi jumlah minimum yang ditetapkan untuk pertama kalinya, dan kemudian disesuaikan secara berkala dengan perkembangan tingkat bunga dari Departemen Keuangan AS. Untuk pertama kalinya diemisikan diAmerika Serikat oleh Citicorp pada 1974. Suku bunganya ditetapkan minimum 9,7 persen untuk 10 bulan, dan kemudian disesuaikan setiap setengah tahun sekali satu persen diatas suku bunga yang ditetapkan Departemen Keuangan pada tiga bulan terakhir: perusahaan-perusahaan lain segera mengikuti inisiatif Citicorp. Untuk semua emisi ini ditetapkan suku bunga berdasarkan suku bunga Departemen Keuangan, dan kebanyakan para investor diijinkan untuk mengembalikan FRN setelah jangka waktunya dengan nilai nominal. Pada umumnya suku bunga yang ditetapkan pada pertama kalinya untuk FRN jauh dibawah suku bunga pinjaman jangka pendek seperti surat komersial. Pada bulan Juli 1974, suku bunga surat komersial tiga bulan mencapai 11,9 persen, sedangkan surat berharga Departemen Keuangan yang sejenis hanya sebesar 7,6 persen. Karena suku bunga diharapkan menurun para peminjam mengharapkan bahwa suku bunga FRN

akan lebih kecil dibandingkan suku bunga hutang jangka panjang, yang suku bunganya tetap.

Persyaratan FRN pada umumnya tidak seragam. Masing-masing perusahaan emiten mengeluarkan ketentuan yang berbeda-beda selama periode singkat beredarnya bentuk FRN itu. Beberapa ketentuan yang khas adalah:

1. *Convertibity* (Dapat Ditukar). FRN dapat ditukar dengan saham biasa atau wesel berbunga tetap atau kedua-duanya, atas hak opsi emiten, atau opsi pemegang FRN, atau kedua-duanya. Dalam FRN sendiri sering dicantumkan jangka waktu atau tanggal tertentu kapan boleh ditukar dan juga dicantumkan kondisi-kondisi lainnya, misalnya bahwa suku bunga pada saat penukaran didasarkan suku bunga Departemen Keuangan yang berlaku pada saat ini. Suku bunga wesel berbunga tetap mungkin ditetapkan lebih dahulu atau tergantung pada suku bunga Departemen Keuangan pada saat penukaran.
2. *Opsi jual* (*Put Option*). Ketentuan ini mengizinkan investor mengembalikan FRN sesuai nilai nominal, yang biasanya pada tanggal tertentu atau dengan kondisi-kondisi yang ditetapkan sebelumnya.
3. *Suku bunga minimum*. Ketentuan ini mencegah suku bunga FRN mengambang di bawah tingkat minimum yang telah ditetapkan.
4. *Batas kemerosotan suku bunga* (*Drop-Lock Rate*). Jika suku bunga FRN saat turun sampai batas minimum yang ditetapkan, batas ini tak akan berubah sampai saat jatuh temponya.
5. *Penyediaan dana cadangan pelunasan hutang*. Ketentuan ini mengizinkan pihak emiten menebus kembali sebagian pokok FRN sebelum jatuh temponya.
6. Penurunan perbedaan suku bunga. Perbedaan antara suku bunga FRN dengan suku bunga Departemen Keuangan akan menurun dengan jumlah tertentu pada jangka waktu tertentu.
7. *Penurunan suku bunga minimum*. Suku bunga minimum akan menurun dalam pola yang sama.
8. *Opsi tarik* (*call option*). Pihak emiten mempunyai hak untuk melakukan opsi tarik atas FRN yang dikeluarkan, biasanya dengan premi yang wajar, dan kadang-kadang hanya beberapa saat setelah emisi.

Dari kedelapan persyaratan FRN di atas ada yang menguntungkan pihak emiten dan ada yang menguntungkan para investor, pemilihan persyaratan yang mana yang dipakai untuk suatu penawaran tertentu sangat mempengaruhi nilainya.

Selama periode inflasi yang meroket dan sukar diperkirakan FRN memberi dua jaminan penting bagi pihak investor:

1. Hasil pengembalian atas investasi akan mengikuti perkembangan suku bunga Departemen Keuangan.
2. Karena suku bunga FRN bervariasi mengikuti pasar, nilai pasarnya akan relatif stabil.

E. Keputusan Untuk Menggunakan Hutang

Hutang dianggap memiliki keunggulan terbatas dipandang dari segi laba, dan dianggap lemah dipandang dari segi pengendalian. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Dari segi risiko, hutang dipandang lebih menguntungkan dibanding saham biasa atau saham preferen karena hutang memberi prioritas dalam hal laba dan juga dalam hal likuidasi. Hutang juga memiliki masa jatuh tempo yang pasti dan dilindungi oleh akad (*convenants*) dalam identure.
2. Dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam kasus obligasi pendapatan *(income bonds)* atau surat hutang dengan suku bunga mengambang. Pembayaran bunga tidak tergantung pada tingkat laba perusahaan atau suku bunga pasar yang sedang berlaku.
3. Dari segi pengendalian, pemegang obligasi biasanya tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali perusahaan.

Dari sudut pandang emiten hutang jangka panjang (peminjam hutang) ada beberapa keunggulan dan kelemahan dalam obligasi. Keunggulannya adalah:

1. Biaya hutang terbatas.
2. Hasil pengembalian yang diharapkan biasanya lebih rendah dibanding saham biasa.

3. Jika digunakan pembiayaan hutang, pemilik perusahaan (pemilik saham mayoritas, misalnya) tidak berbagi pengendalian pengelolaannya.
4. Pembayaran bunga hutang bisa dikurangi sebagai beban pajak.
5. Keluwesan (fleksibelitas) dalam struktur pembiayaan perusahaan.

Kelemahannya adalah:

1. Hutang memiliki biaya tetap.
2. Tingkat leverage keuangan yang semakin tinggi memerlukan tingkat laba yang semakin tinggi pula.
3. Hutang biasanya memiliki masa jatuh tempo yang pasti.
4. Bobot risiko yang tercakup didalamnya cukup tinggi.
5. Persyaratan identure cenderung lebih berat dibanding persyaratan dalam kredit jangka pendek.
6. Ada batasan besarnya dana yang dapat digali melalui hutang jangka panjang.

BAB XI
OPSI, WARRANT, KONVERTIBEL

A. Kombinasi *Calls, Puts*, dan Saham

Permodal juga bisa melakukan diversifikasi dengan membeli *call*, *put*, dan saham secara serempak. Apabila pemodal membeli *put* dan saham, maka nilai investasinya, apapun yang terjadi dengan harga saham tersebut akan sama dengan nilai *call* ditambah dengan PV *exercise price*.

Harga opsi *call* dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu:

1. Harga saham
2. Harga *exercise*
3. Tingkat bunga
4. Jangka waktu akan jatuh tempo
5. *Volatility* harga saham

Apabila faktor (1),(2),(3),(4), dan (5) meningkat maka nilai opsi *call* akan meningkat, sedangkan apabila faktor (2) meningkat nilai opsi *call* akan menurun.

Model penentuan harga opsi yang banyak dipergunakan adalah model yang dikemukakan oleh Fischer Black dan Myron Scholes. Selain dengan rumus Black dan Scholes, dipergunakan juga rumus binomial.

Rumus Black and Scholes

Rumus Black and Scholes Nampak *complicated*, tetapi penafsirannya adalah sebagai berikut.

Nilai opsi = [delta – harga saham] – [hutang kepada bank]

Dalam hal ini,

Delta = $N(d_1)$

Harga Saham = P

Hutang bank = [N(d_2) x PV (EX)]

Rumus Option

Call Option

Intrinsic Value = Harga pasar saham – harga jatuh tempo
Premium = Intrinsic Value + Time Value

Putt Option

Intrinsic Value = Harga Jatuh tempo – harga pasar saham
Premium = Intrinsic Value + Time Value
Keterangan:
Jika intrinsic value (+) = Maka Call option/ Put option ada harganya atau *In the money.*
Jika intrinsic value (-) = Maka Call option/ Put option tidak ada harganya atau *out of money.*

B. Warrant

Warrant (Surat Hak Beli Saham) adalah opsi (hak pilih) untuk membeli sejumlah saham biasa *(commont stock)* dengan harga yang telah ditetapkan terlebih dahulu. Warrant mirip dengan opsi tarik (*call option*), perbedaan hanya warrant diterbitkan langsung oleh perusahaan dan memiliki jatuh tempo yang lebih lama. Pada saat hutang, saham preferen atau saham biasa diterbitkan, masing-masing dapat dijual dalam unit dimana tercakup satu atau beberapa warrant untuk membeli saham biasa atau surat berharga lainnya. Jadi, warrant seringkali dimanfaatkan sebagai "pelicin" dalam penjualan surat-surat berharga yang dikaitkan ke dalamnya.

Warrant pada hakekatnya adalah opsi. Hanya saja warrant dengan jelas merinci berapa harga jual sebuah saham biasa dan berapa jumlah saham biasa per warrant yang dapat dibeli.

Ada jenis warrant yang tak dapat dipisahkan dari surat berharga penaungnya (seperti warrant dalam obligasi), tetapi ada juga yang terpisah, sehingga dapat diperjualbelikan sendiri-sendiri. Karena warrant hanyalah opsi untuk membeli saham biasa maka tak akan berarti bagi pemegangnya sampai warrant tersebut di-pergunakan. Jadi, warrant tidak diberi dividen laba perusahaan. Warrant tidak memiliki hak suara. Bila kedudukan saham biasa

berubah karena adanya dividen saham atau pemecahan saham, biasanya ada ketentuan yang mengatur penyesuaian harga dari warrant tersebut.

Norma akuntansi yang berlaku sekarang mengharuskan agar perusahaan yang mempunyai warrant yang beredar melaporkan laba per saham dengan dua cara. Metode pertama disebut *laba dasar* (*primary earning*) per saham, dimana total laba untuk pemegang saham dibagi dengan jumlah saham biasa yang beredar. Metode kedua disebut *dasar pencairan penuh* (*fully diluted*). Di sini total laba untuk pemegang saham biasa dibagi dengan jumlah saham beredar ditambah jumlah saham yang akan ada apabila semua warrant digunakan atau apabila surat berharga yang dapat ditukar benar-benar ditukar. Ini memungkinkan untuk mengetahui dampak atas laba perusahaan per lembar saham bila semua hak opsi digunakan.

Karena warrant (surat hak beli saham) adalah opsi, nilainya dapat ditetapkan dengan suatu metode yang telah dibahas di bab 12. Bedanya, bahwa jatuh tempo yang diterapkan bukannya jangka pendek (3 sampai 6 bulan, misalnya), tetapi relatif lebih panjang (dalam tahunan). Tetapi dalam artikel berbagai jurnal keuangan, untuk warrant ini biasanya dihitung "nilai formula". Persentase premi ini dihitung dengan suatu rumus yang disebut nilai formula dan nilai actual (*actual value*) yang didasarkan pada nilai pasar. Nilai formula dihitung dengan rumus:

Nilai formula = [harga pasar dari saham biasa – harga penggunaan hak] x [jumlah saham yang dapat dibeli oleh pemilik untuk setiap warrant]

Perhitungan nilai formula kita mulai dengan memperbandingkan harga penggunaan warrant dengan harga saham biasa yang berlaku saat itu. Jadi "nilai formula" adalah nilai yang diterima jika warrant segera digunakan. Jika harga penggunaan warrant lebih besar dari harga pasar saat ini dari saham biasa, maka warrant itu berarti "kekurangan uang" (*out-of-the money*), dan nilai formulanya adalah nol.

Persentase premi dari harga warrant aktual dengan jumlah yang melebihi nilai formulanya itu mempunyai kaitan dengan unsur-unsur yang menentukan nilai setiap opsi yang ada. Jadi,

besar kecilnya persentase premi akan mencerminkan lima determinan yang mendasari nilai sebuah opsi. Dengan anggapan hal-hal lainnya tetap sama, nilai opsi akan menjadi lebih tinggi (persentase premi warrant lebih besar) jika: (1) harga saham biasa penyangga lebih tinggi, (2) harga efektif opsi lebih rendah, (3) varians pengembalian aktiva penyangga lebih besar, (4) masa jatuh tempo opsi lebih lama, (5) suku bunga yang bebas risiko lebih besar. Jadi, persentase premi dari harga warrant aktual dalam kaitannya dengan nilai formulanya, mencerminkan determinan yang menentukan dari nilai warrant sebagai opsi.

Warrant seringkali digunakan sebagai "pemanis" untuk meningkatkan daya tariknya oleh perusahaan yang menerbitkannya. Berbagai perusahaan menggunakannya dalam situasi yang berlainan. Perusahaan yang relatif baru dan masih dalam tahap perkembangan, tentunya belum pasti masa depannya. Karena faktor ini investor akan enggan membeli surat hutang tanpa bunga yang cukup tinggi. Suku bunga yang tinggi dapat diturunkan dengan cara menjual surat hutang yang disertai warrant, yang akan memungkinkan para pembeli mendapatkan tingkat pengembalian yang tinggi, apabila perusahaan itu berkembang dengan berhasil dan nilai saham biasanya meningkat. Warrant umumnya sangat menarik bagi investor yang masuk golongan kena pajak tinggi, karena hasil pengembalian atas obligasi yang dimilikinya sebagian akan berupa keuntungan modal yang tidak terkena pajak penghasilan pribadi. Warrant sering pula digunakan sebagai kompensasi kepada bank investasi atas risiko terhadap nama baik bank yang bersangkutan karena menjamin suatu emisi saham biasa dari sebuah perusahaan yang namanya belum begitu mantap.

Karakteristik lain suatu warrant ialah bahwa pada saat digunakan, perusahaan yang bersangkutan akan menerima tambahan dana.

C. Konvertibel

Surat berharga konvertibel (*convertible securities*) adalah obligasi atau saham preferen yang dapat dipertukarkan dengan saham biasa berdasarkan opsi pemiliknya dan beberapa kondisi serta

syarat-syarat tertentu. Salah satu ciri terpenting adalah, berapa banyak saham yang akan diterima oleh pemilik konvertibel jika ia memutuskan akan menukarkan miliknya. Ciri ini didefinisikan sebagai rasio konversi (*conversion ratio*), dan ia memberi hak kepada pemilik konvertibel untuk menukarkan surat berharga dengan sejumlah saham yang ditetapkan. Berkaitan dengan rasio konversi adalah harga konversi (*conversion price*), yaitu harga efektif yang dibayarkan untuk saham biasa pada waktu konversi dilakukan. Jadi pada dasarnya, konvertibel sama dengan obligasi yang disertai warrant.

Faktor lain yang bisa menyebabkan perubahan harga dari rasio konversi adalah klausal yang melindungi konvertibel dari pengurangan nilai saham, karena adanya pemecahan saham, dividen saham, dan penjualan saham biasa di bawah harga nominal. Klausal istimewa seperti ini merupakan ciri baku dari hampir seluruh konvertibel.

Alasan tradisional untuk menjual konvertibel ialah bahwa suku bunga obligasi rendah dan harga konversinya juga merupakan premi di atas harga saham biasa saat ini. Obligasi konvertibel dapat dipandang sebagai suatu paket hutang perusahaan ditambah opsi yang terkandung di dalamnya. Karena obligasi konvertibel dianggap sebagai campuran antara hutang langsung dengan saham, maka biayanya adalah rata-rata tertimbang dari biaya hutang langsung dan biaya saham. Lebih tepat lagi, jumlahnya harus sebesar rata-rata tertimbang (*weighted average*) dari biaya bunga hutang langsung dan nilai opsi yang terkait di dalamnya.

Ketidakpastian yang tinggi akan mengurangi nilai dan meningkatkan biaya hutang langsung. Dengan risiko yang tinggi atau ketidakpastian yang besar pada sebuah proyek atau perusahaan, kemungkinan untuk menetapkan sebuah nilai atau memastikan biaya yang cukup obyektif bagi kedua belah pihak yaitu debitor dan kreditor, akan lebih baik jika kita menerbitkan sebuah opsi.

Dasar untuk memperkirakan karakteristik perusahaan dan kondisi-kondisi tertentu, dimana konvertibel atau surat berharga yang disertai warrant sebaiknya digunakan:

1. Perusahaan yang mempunyai risiko operasi yang tak menentu biasanya ditandai dengan nilai saham dan obligasi yang rendah.
2. Terlibat dalam beberapa permasalahan keagenan
   a. Program-program investasi yang tak menentu
   b. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi
3. Periode ketidakpastian yang terjadi dalam situasi perekonomian
4. Perusahaan dengan aktivitas investasi dalam pasar international atau lingkungan-lingkungan lain yang ketidakpastiannya tinggi.
5. Perusahaan yang kurang memerlukan perlindungan pajak.

Nilai saham dan peringkat obligasi yang rendah menandakan ketidakpastian yang tinggi, terutama yang berkaitan dengan citra perusahaan dari pihak luar. Jadi, pada saat perusahaan mengeluarkan surat hutang, dapat diharapkan akan ditemukan beberapa bentuk opsi yang terkandung di dalamnya untuk mengurangi masalah keagenan. Dipandang dari sudut kepentingan perusahaan, para manajer perusahaan dengan beban hutang langsung dapat memperoleh perangsang untuk mengambil risiko dari program investasi perusahaan. Tetapi ini berarti merugikan para pemegang obligasi dan menguntungkan pemegang saham biasa. Karena seandainya proyek yang mengandung risiko ini berhasil, para pemegang obligasi tidak akan menerima lebih dari suku bunga yang telah ditetapkan semula, sedangkan para pemegang saham biasa akan memperoleh tambahan dividen. Para pembeli obligasi harus menyadari hal ini dan mereka menuntut suku bunga yang lebih tinggi. Tetapi upaya ini akan meningkatkan biaya obligasi. Biaya yang tinggi pada hutang langsung seperti obligasi dapat dihindari melalui upaya menyertakan hak opsi sehingga para pemegang obligasi dapat berpartisipasi dalam semua usaha yang meningkatkan nilai saham biasa.

Dalam konsep, obligasi konvertibel adalah gabungan dari obligasi langsung ditambah warrant. Jadi, dalam satu pengertian, obligasi konvertibel dapat dinilai dengan menghitung nilai opsi yang dinyatakan dalam karakteristik konvertibel. Namun ini tampaknya terlalu disederhanakan. Dalam praktek, faktor-faktor lain harus diperhitungkan.

Nilai dari obligasi konvertibel yang dapat ditebus akan tergantung pada dua jenis ketidakpastian: perubahan dalam harga saham dan perubahan dalam tingkat bunga.

Kita mengasumsikan bahwa obligasi itu bebas dari default (pasti akan dibayarkan), bahwa tingkat bunga dapat naik atau turun dengan probabilitas yang sama

Akad penebusan (*call provision*) adalah sama dengan opsi penebusan yang ditulis oleh investor yang membeli obligasi dari perusahaan. Obligasi itu dapat dibeli kembali oleh perusahaan pada harga penggunaan atau penebusan setiap saat selama umur obligasi itu. Jika tingkat bunga turun, harga pasar dari obligasi yang beredar bisa lebih tinggi daripada harga penebusan, sehingga menguntungkan bagi perusahaan untuk menggunakan opsinya untuk menebus hutang tersebut. Karena opsi tersebut bernilai bagi perusahaan, maka pemegang obligasi harus dikompensasikan dengan tingkat bunga yang lebih tinggi pada obligasi dapat ditebus daripada obligasi biasa yang tidak mempunyai karakteristik dapat ditebus.

Untuk menilai obligasi dapat ditebus-konvertibel, kita mulai dengan pembayaran akhir mereka, menentukan tindakan optimal (menebus, mengkonversi atau tidak melakukan apa-apa), dan menghitung nilainya pada akhir tahun 1 yang tergantung pada nilai dari perusahaan.

Kebijakan opsi tarik atau penebusan atas obligasi konvertibel mempunyai peranan penting. Hasil pengembalian yang efektif untuk pasar investor tergantung sampai seberapa jauh perusahaan yang menerbitkan surat hutang itu membiarkan harga pasar obligasi konvertibel naik, sebelum menariknya.

Mengapa kebijakan opsi tarik perusahaan penting? Kebijakan opsi tarik sangat mempengaruhi berapa yang akan diperoleh investor dengan membeli konvertibel (tentu bagi pihak perusahaan yang mengeluarkan akan merupakan biaya).

Rumus Konvertibel Bond

Harga Konversi = Nilai Par Obligasi/Saham yang diterima
Rasio Konversi = Nilai Par Sekuritas Konvertibel/Harga Konversi

Nilai Konversi = (rasio konversi) x (nilai saham per saham biasa)

Premi Konversi = (harga pasar konvertibel) – (nilai konversi)

SOAL LATIHAN

1. Harga suatu saham saat ini sebesar Rp. 10.000. Apabila saham tersebut tahun depan mempunyai harga sebesar Rp. 12.000.
   a. Berapa tingkat keuntungan yang diterima dari pemodal yang menginvestasikan Rp.10.000 pada suatu saham tersebut?
   b. Misalkan atas saham tersebut diterbitkan *opsi call* dengan *exercise price* Rp. 11.500 untuk tahun depan. Selembar opsi tersebut dijual dengan harga Rp.250. Seorang pemodal menginvestasikan Rp.10.000 dengan membeli 40 opsi. Apabila harga saham tersebut sebesar Rp.12.000 pada tahun depan, berapa tingkat keuntungan yang dinikmati pemodal tersebut?
   c. Misalkan saham dari soal nomor 1 dan 2 tersebut, harganya hanya mencapai Rp.11.500 pada tahun depan. Berapa tingkat keuntungan yang diperoleh oleh pemilik opsi pada soal nomor 2 tersebut? Apa kesimpulan saudara?
2. Sebuah obligasi konvertibel mempunyai nilai nominal $1.000 dengan suku bunga 10%. Obligasi ini dapat ditukar ke dalam saham @ $50; artinya setiap obligasi dapat ditukarkan dengan 20 saham. Harga saham saat ini adalah $43 per lembar.
   a. Jika harga per saham meningkat sekitar 6% per tahun selama 5 tahun, berapa nilai konversinya pada akhir tahun kelima?
   b. Jika dividen saham saat ini bernilai $2 per saham, dan jika setiap tahun pertumbuhan sekitar 6%, apakah para pemegang obligasi akan mengkonversikan setelah lima tahun, atau apakah mereka akan tetap menahannya saja? Berikan penjelasan.
   c. Jika obligasi dapat ditarik pada premi 10%, berapakah anda akan rugi per obligasi, seandainya obligasi-obligasi tersebut ditarik sebelum anda mengkonversikannya? (Asumsikan nilai konversi pada akhir tahun kelima sama dengan nilai konversi di bagian a).

BAB XII
LEASING

A. Jenis – Jenis Lease

Dari beberapa jenis *lease* (sewa), yang paling penting, adalah: jual dan *leaseback (sale and leaseback),* sewa *(lease)* jasa atau *lease* operasi *(service operating leases),* dan lease keuangan langsung. Berikut ini akan dibahas dengan singkat ketiga jenis lease tersebut.

Jual dan *Leaseback*

Dalam perjanjian jual-*leaseback (sale and leaseback)* ini, perasahaan menjual aktivanya (bangunan, tanah atau peralatan dan pabriknya) kepada sebuah lembaga keuangan dan mengikat perjanjian untuk me-*lease* kembali aktiva tersebut dalam jangka waktu dan persyaratan tertentu.

Perhatikan bahwa pihak penjual, atau *lessee* (penyewa) tersebut segera menerima harga penjualan dari pembeli, atau *lessor* (yang menyewakan). Dan pada saat yang sama, penjual yang juga *lessee* itu tetap menggunakan aktiva tersebut, dengan disertai suatu daftar pembayaran *lease.* Dalam pinjaman hipotik, lembaga keuangan menerima satu seri pembayaran yang sama dan cukup untuk mengamortisasi pinjaman itu suatu tingkat hasil pengembalian atas investasinya. Dalam perjanjian jual-*leaseback* pembayaran *lease* diatur persis sama. Pembayaran *lease* ini cukup untuk mengembalikan seluruh harga beli aktiva tersebut kepada lembaga keuangan ditambah hasil pengembalian atas investasi tertentu.

Lease Operasi

Lease operasi (*operating lease*) atau *lease* jasa meliputi baik jasa keuangan maupun jasa perawatan. Salah satu pionir kontrak jasa *lease* adalah IBM. Jenis barang yang ditawarkan dalam *lease* jasa

ialah komputer, mesin fotokopi, mobil, dan truk. Dalam kontrak, *lessor* wajib memelihara dan merawat peralatan yang di-*lease*, dan biaya pemeliharaan ini sudah termasuk dalam harga *lease* atau diatur dalam kontrak tersendiri.

Karakteristik penting lainnya, bahwa peralatan yang di-*lease* itu biasanya tidak; diamortisasikan secara penuh; dengan kata lain, pembayaran sewa selama masa *lease* tidak cukup untuk menutup seluruh harga peralatan. Tetapi jelas bahwa perjanjian hanya mencakup waktu yang lebih pendek dari umur peralatan yang di-*lease*. dan lessor mengharapkan bahwa harga peralatan itu akan tertutup dengan pembayaran dari perpanjangan kontrak *lessee* atau dari hasil penjual peralatan tersebut.

Dalam *lease* keuangan langsung (*financial leases*) tidak terdapat jasa pemeliharaan kontrak tidak dapat dibatalkan dan peralatan yang di-*lease* diamortisasi.

Dalam kontrak lease operasi sering dicantumkan klausal khusus yang mengatur bahwa pihak *lessee* berhak mengembalikan peralatan yang di-*lease* sebelum kontrak selesai. Klausal ini sangat penting bagi kepentingan *lessee* untuk mengembalikan peralatan yang di-*lease*, manakala perkembangan teknologi telah menyebabkan peralatan itu ketinggalan zaman atau bila peralatan tersebut memang tidak diperlukan lagi.

Lease Keuangan Langsung

Dalam *lease* keuangan langsung (*financial leases*) tidak terdapat jasa pemeliharaan kontrak tidak dapat dibatalkan dan peralatan yang di-lease diamortisasi secara penuh (artinya, harga kontrak *lease* bagi *lessor* adalah sama dengan selurah harga peralatan yang di-*lease*). Langkah-langkah yang biasa dilakukan dalam kontrak lease keuangan langsung adalah:

1. Perusahaan memilih mesin dan peralatan yang dibutuhkan dan kemudian melakukan negosiasi langsung mengenai harga dan waktu penyerahan dengan pihak pabrikan atau distributor.
2. Selanjutnya, perusahaan tersebut berhubungan dengan bank atau perusahaan *leasing* agar membeli mesin/peralatan tersebut dari pabrikan atau distributor dan sekaligus membuat perjanjian untuk me-*lease* mesin itu. Dalam sistem ini seluruh

harga perolehan mesin akan diamortisasi secara penuh oleh lembaga keuangan tersebut ditambah hasil pengembalian atas investasinya. Pihak *lessor* umumnya mempunyai hak opsi untuk memperpanjang *lease* dengan harga *lease* yang lebih rendah dari *lease* semula, tetapi tidak dapat membatalkan *lease* semula tanpa melunasi selurah *lease*-nya terlebih dahulu.

Lease keuangan langsung sebenarnya mirip dengan jual-*leaseback*, perbedaan pokoknya ialah bahwa di sini peralatan/mesin yang di-*lease* masih baru dan *lessor* membeli langsung dari pabrikan atau distributomya, dan bukan dari *lessee*. Jadi jual-*leaseback* dapat dipandang sebagai suatu jenis keuangan pula.

B. Keuntungan Pajak di Amerika Serikat Mengenai Lease

IRS *(Internal Revenue Service)* Direktorat Pajak pemerintah Amerika Serikat meng-izinkan perusahaan mengalokasikan jumlah pembayaran *lease* tahunan sebagai biaya yang mengurangi pajaknya. Syaratnya ialah bahwa pembayaran memang benar-benar dilakukan untuk *lease* dan sebagai angsuran pinjaman yang disamarkan sebagai *lease*. Jadi penting sekali bahwa perjanjian *lease* seperti ini haras ditulis dalam suatu bentuk yang dapat diterima oleh pihak Direktorat Pajak Amerika Serikat. Berikut ini akan disajikan beberapa persyaratan transaksi *lease* yang sesuai dengan kebijaksanaan IRS.

1. Periode *lease* haras kurang dari 30 tahun; lebih dari 30 tahun, dianggap sebagai jual beli biasa.
2. Harga sewanya harus merupakan hasil pengembalian yang wajar bagi yang menyewakan (*lessor*) yang besarnya berkisar 7 sampai 12 persen dari investasinya.
3. Opsi perpanjangan *lease* haras wajar dan diberikan kesempatan kepada *lessee* pertama sebelum mencari calon *lessee* yang lain.
4. Dalam kontrak tidak diizinkan adanya opsi membeli kembali; jika ada, *lessee* harus diberi hak penuh untuk memperoleh harga yang sama dengan yang ditawarkan pihak ketiga.

C. Akuntansi *Lease*

Pada November 1976, *Financial Accounting Standars Board* (Dewan Standar Aktansi Keuangan) Amerika Serikat mengeluarkan

Standar Akuntansi Keuangan Nomor 13, yaitu akuntansi untuk *lease*. Seperti standar FASB lainnya, semua perusahaan harus mengikuti standar Nomor 13 ini jika laporan keuangan mereka ingin diaudit dan disahkan oleh akuntan publik. Beberapa aspek FASB Nomor 13 yang paling relevan bagi analisis keuangan akan dibahas dengan singkat..

Untuk beberapa jenis *lease*, FASB mensyaratkan bahwa nilai mesin atau peralatan yang diperoleh melalui fasilitas *lease* dicantumkan dalam sisi aktiva neraca perusahaan sedangkan sisa *lease* yang belum terlunasi dicantumkan di sisi pasiva neraca. Tipe sangat menentukan bentuk perlakuan akuntansi perusahaan. Klasifikasi *lease* yang lebih terinci, dipandang dari pihak *lessee* dan pihak *lessor* akan dipaparkan berikut ini

Dari kepentingan pihak *lessee*:

1. Lease modal
2. Lease Operasi (semua jenis *lease* selain *lease* modal)

Dari kepentingan pihak lessor (yang menyewakan):

1. Lease-jual *(sales-type leases)*
2. Lease keuangan langsung *(direct financing leases)*
3. Lease yang dileverage *(leveraged lease)*
4. Lease operasi (semua *lease* selain lease butir 1, 2, dan 3).

Sebuah kontrak *lease* akan diklasifikasikan dalam FASB No. 13 sebagai *leaser* modal, jika memenuhi salah satu atau lebih dari keempat kriteria pada pasal 7, berikut

1. Kontrak *lease* mengatur pemindahan kepemilikan mesin/ peralatan ke pihak *lessee* pada masa akhir kontrak.
2. Dalam *lease* terdapat opsi bagi *lessee* untuk membeli mesin/ peralatan yang di-*lease* dengan harga di bawah nilai pasar pada saat opsi tersebut digunakan.
3. Jangka waktu *lease* paling sedikit senilai 75 persen dari taksiran ekonomis mesin/peralatan.
4. Nilai sekarang (*present value*) pembayaran *lease* minimum harus lebih 90 persen dari nilai wajar mesin/peralatan pada saat kontrak *lease* ditandatangani. Faktor diskonto yang digunakan dalam menghitung nilai sekarang adalah suku bunga yang

secara implisit dipakai oleh *lessor*, atau suku bunga pinjaman tambahan, *lessee* dipilih mana yang lebih rendah.

Dari kepentingan pihak *lessee* (pihak penyewa), bila sebuah kontrak *lease* tidak diklasifikasikan sebagai *lease* modal, berarti dianggap sebagai *lease* operasi. Dari kepentingan pihak *lessor* ditetapkan empat jenis *lease*; (1) *lease*-jual (2) *lease* keuangan langsung, (3) *lease* yang di-*leverage*, dan (4) *lease* operasi yang merupakan jenis *lease* di luar jenis 1, 2, dan 3. Tipe *lease* pertama dan kedua juga memenuhi paling sedikit satu dari kriteria pasal 7 di atas. Selain itu, keduanya juga memenuhi dua kriteria pasal 8; yaitu;

1. Jumlah angsuran minimum pembayaran *lease* dapat diramalkan.
2. Tidak boleh ada ketidakpastian mengenai jumlah biaya yang dapat dikembalikan oleh *lessor*.

D. Keputusan Pembiayaan: *Lease* Versus Pinjam

Bentuk *lease* yang akan dibahas adalah *lease* keuangan langsung, yang tidak dapat dibatalkan sepihak, dan secara penuh diamortisasikan, dan tanpa jasa pemeliharaan. Juga diasumsikan bahwa nilai residu (nilai sisa) aktiva nol dan tidak ada kredit pajak terhadap investasi.

Dalam konsep, tes penyaringan pertama ialah, ditinjau dari sudut penganggaran modal (*capital budgeting*) apakah proyek yang direncanakan itu telah melewati pelbagai pengkajian. Kedua, apakah sistem *lease* atau metode pembiayaan lain, misalnya dengan pinjaman merupakan metode proyek yang termurah.

Sebagai alternatif, kita dapat beranggapan bahwa kita tidak tahu biaya modal yang diperlukan (dan juga tingkat penyaringan investasinya) sebelum kita menetapkan metode pembiayaan proyek yang termurah. Setelah metodenya kita pilih, kita dapat menentukan tingkat penyaringan investasi yang harus diterapkan untuk memuaskan bagaimana pelaksanaan proyek tersebut dari segi penganggaran modalnya.

Sudut Pandang Lessor. Perusahaan *leasing* atau *lessor*, dapat berbentuk bank komersial, anak perusahaan bank komersial, atau lembaga keuangan nonbank yang bergerak dalam *leasing*.

Pelbagai jenis lessor ini menyediakan jasa atau pelayanan perantara keuangan yang pada dasarnya sama. Setiap bentuk dari perantara keuangan dipandang memberikan suatu produk, yang merupakan suatu bentuk pembiayaan hutang senior bagi perusahaan yang menggunakan peralatan tersebut. Karena produk yang dijual oleh perantara keuangan adalah suatu instrumeri kredit, laba pada perantara itu merupakan pengembalian atas hutang yang dihasilkan dari biaya modal perantara keuangan itu. Ini sama dengan pertimbangan bahwa biaya modal perantara keuangan, yang terdiri dari hutang dan modal ekuitas, kira-kira sama dengan suku bunga yang ditetapkan pada instrumen hutang (atau ekivalen) yang merupakan aktiva.

Sudut Pandang *Lessee*. Dari sudut kepentingan perusahaan pemakai *lease*, kita anggap bahwa pembiayaan melalui hutang dan *leasing* merupakan sistem pengganti yang sempurna. Hal ini terjadi khususnya dalam *lease* keuangan yang benar-benar murni.

Pengaruh Pajak dari kepentingan *lessee*, *leasing* akan lebih disukai dibandingkan pinjaman sebagai sarana pembiayaan proyek. Nilai yang meningkat di pihak *lessee* berasal dari fakta bahwa pihak *lessor* dapat memanfaatkan keuntungan positif dari keringanan pajak (penyusutan, beban bunga, dan kredit pajak investasi) karena tarif pajaknya yang lebih tinggi.

E. Pengaruh Tambahan Pada Keputusan Leasing Versus Keputusan Membeli

Sejumlah faktor lain yang dapat mempengaruhi biaya *leasing* atau memiliki sendiri aktiva modal ialah: (1) perbedaan biaya modal *lessee* dengan *lessor*; (2) biaya *lease* yang lebih tinggi; (3) perbedaan dalam biaya pemeliharaan; (4) manfaat nilai residu bagi pemilik aktiva modal; (5) kemungkinan pengurangan biaya utang oleh perusahaan *leasing*; (6) kemungkinan meningkatkan kredit dalam usaha *lease*; (7) keringanan pajak; (8) perbedaan yang mungkin terjadi dalam upaya memanfaatkan keringanan pajak.

Perbedaan Biaya Modal untuk Lessor versus Perusahaan Pemakai

Seandainya *lessor* memiliki biaya modal yang lebih rendah dibandingkan *lessee* (pemakai), maka biaya *lease* pasti akan lebih murah dibandingkan biaya memiliki sendiri. Risiko pertama ialah bahwa tarif penyusutan dan keuangan dari suatu aktiva modal secara ekonomis mungkin akan berbeda (sesuai dengan keadaan ekonomi yang berubah) dengan taksiran tarif penyusutan pada waktu mula-mula menetapkan tarif *lease*. Dengan kata lain, merupakan suatu risiko bahwa pembayaran *lease* yang telah disepakati (yang didasarkan atas taksiran penyusutan) mungkin tidak akan mencukupi untuk menutup penyusutan yang direalisasi sesudah itu. Risiko ini akan ditanggung oleh pemilik aktiva modal, baik bagi perusahaan, maupun bagi pemakai-pembeli.

Resiko kedua ialah berkaitan dengan ketidakpastian arus kas bersih di waktu mendatang, yang dapat ditarik dari penggunaan jasa aktiva modal tersebut. Risiko ini akan ditanggung oleh perusahaan *leasing* apabila kontrak *lease* ini dapat dibatalkan sewaktu-waktu tanpa dikenakan denda pembatalan dan akan ditanggung oleh perusahaan pemakai (*user*) bial kontrak itu tidak dapat dibatalkan selama umur aktiva tersebut, dan akan ditanggung bersama bila kontrak *lease*-nya diatur dengan ketentuan di antara dua keadaan yang ekstrem ini.

Pembiayaan yang Lebih Tinggi dalam Leasing

Ada beberapa pendapat bahwa pembiayaan *leasing* pasti lebih tinggi dibandingkan pembiayaan bila milik sendiri. Pendapat ini kurang tepat. Pertama, tidak ada perbedaan yang berarti jika kita mempertimbangkan risiko kredit yang ditanggung oleh *lessee*. Kedua, sukar memisahkan antara biaya dari *leasing* dengan yang berupa jasa-jasa, yang tercakup dalam kontrak *lease* itu, pihak *leasing* dengan dengan pihak lainnya. Apabila karena spesialisasi operasinya, perusahaan *leasing* dapat memberikan jasa-jasa keuangan seperti perawatan peralatan dengan biaya serendah mungkin dibandingkan biaya yang harus dikeluarkan oleh *lessee*, maka *leasing* efektifnya akan lebih rendah dibandingkan dengan dana yang diperoleh dari pinjaman atau sumber lain. Karena

pelayanan jasa ini dilakukan dengan efisien, maka perusahaan *leasing* dapat bergerak dengan pembebanan total biaya yang lebih murah dibandingkan dengan yang harus dikeluarkan *lessee* untuk membayar jumlah *lease* tertentu ditambah jasa-jasa lainnya.

Perbedaan Biaya Perawatan

Sistem *lease* dapat lebih murah karena tidak ada biaya pemeliharaan secara khusus. Tetapi sebenarnya biaya ini telah dimasukkan dalam tarif *lease* yang telah ditetapkan. Pertanyaannya ialah apakah pemeliharaan yang dilakukan oleh perusahaan *leasing* benar-benar lebih murah dibandingkan bila dilakukan oleh perusahaan yang spesialisasinya melakukan pemeliharaan modal atas aktiva modal sejenis? Tetapi, bahwa biaya tersebut berbeda atau tidak adalah pada jenis industrinya dan perusahaan yang bersangkutan.

Nilai Residu

Salah satu pokok penting yang harus diperhitungkan ialah bahwa *lessor* akan memiliki kembali hartanya setelah habisnya masa *lease*. Nilai harta setelah habisnya masa *lease* disebut nilai residu (*residual value*). Secara sepintas, orang beranggapan bahwa bila nilai residu itu tinggi, berarti memiliki sendiri lebih murah daripada *lease*. Namun untuk peralatan yang di-*lease*-kan ini biasanya tingkat keusangannya cukup tinggi, sehingga diragukan bahwa nilai residunya masih tinggi pula. Seandainya nilai residu ini cukup menguntungkan, pastilah akan terjadi persaingan antara perusahaan *leasing* dengan sumber-sumber keuangan lainnya atau antara perusahaan *leasing* itu sendiri; hal ini akan memaksa tarif *lease* turun sampai titik tertentu, di mana nilai residu potensial telah dimasukkan seluruhnya dalam tarif kontrak *lease*. Jadi adanya nilai residu sama sekali tidak mengakibatkan turunnya biaya memiliki sendiri secara material.

Tetapi, dalam memutuskan masalah tanah apakah akan dibeli atau di-*lease* saja faktor keusangan hanyalah menyangkut sejauh mana nilai tanah tersebut akan berubah dalam kaitannya dengan populasi penduduk dan pola tataguna areal tanah tersebut. Dalam periode di mana taksiran mengenai nilai tanah sangat optimis,

orang cenderung berlebihan dalam menaksir tingkat kenaikannya. Sebagai konsekuensi, pembelian tanah saat ini akan terkena harga yang tinggi, sehingga tingkat hasil pengembalian atau pemilikan tanah tersebut mungkin sangat kecil. Dalam situasi seperti ini, sistem *leasing* merupakan cara yang lebih ekonomis untuk mendapatkan pemanfaatan sebidang tanah. Sebaliknya, bila kemungkinan kenaikan nilai tanah tidak sepenuhnya tercermin dalam harga saat ini, kiranya akan lebih menguntungkan bila tanah itu dibeli.

Jadi, sukar rasanya menarik suatu ketentuan umum apakah nilai residu aktiva modal akan berpengaruh secara efektif terhadap biaya *leasing* yang akan membuat lebih tinggi atau lebih rendah dibandingkan biaya memilikinya sendiri. Hasilnya akan tergantung apakah perusahaan yang bersangkutan memiliki kesempatan untuk memanfaatkan penilaian yang terlalu optimis atau terlalu pesimis terhadap perubahan nilai di masa mendatang oleh pasar secara keseluruhan dan apakah bagi perusahaan tersebut atau pasar memang benar terjadi demikian.

Biaya Keusangan

Pendapat lain yang populer adalah biaya *leasing* akan menjadi rendah jika tingkat keusangan mesin atau peralatan meningkat. Artinya, secara umum tingkat keusangan (sebagaimana halnya dengan tingkat nilai residu) tidak mempengaruhi biaya relatif yang dipakai sebagai dasar untuk membedakan leasing dengan membeli/memiliki sendiri.

Meskipun demikian, ada beberapa perusahaan yang mampu menangani permasalahan keusangan peralatan dan mesin. Misalnya, *Clark Equipment Company* adalah sebuah pabrikan, yang merangkap sebagai ahli renovasi dan spesialis dalam peralatan pengangkutan barang, yang mempunyai organisasi penjualan dan sistem distribusinya sendiri. Dengan posisi ini Clark mampu me-*lease*-kan peralatannya secara kompetitif. Apabila suatu peralatan telah dianggap usang bagi seorang pemakai, mungkin masih cukup baik bagi pemakai lain dengan syarat-syarat pemeliharaan material yang berbeda, dan Clark dapat mengalihkan ke pemakai lainnya. Keadaan ini hampir sama dalam *leasing* komputer.

Gambaran di atas menunjukkan bagaimana sebuah perusahaan *leasing*, dengan menggabungkan usaha *leasing* dan jasa khusus lainnya (perawatan penggantian mesin, penukaran model) dapat mengurangi biaya sosial dari keusangan dan peningkatan nilai residu efektif. Dengan operasi semacam ini, total biaya perolehan mesin dengan sendirinya menurun. Memang mungkin saja sebuah perusahaan *leasing* yang tidak menggabungkan usaha *leasing*-nya dengan fungsi lainnya (seperti sebagai pabrikan, renovator, jasa perawatan dan penjual) akan melaksanakan seluruh fungsinya dengan efisien dan dengan biaya yang rendah dari perusahaan yang saling bersaing dalam bidang usaha dan dalam jenis peralatan yang berbeda-beda.

Meningkatkan Fasilitas Kredit

Ada dua situasi yang dapat membuat sistem *leasing* ini menguntungkan perusahaan yang sedang berusaha memaksimumkan tingkat leverage keuangannya *(financial leverage)*. Pertama, sering dikatakan bahwa perusahaan yang ingin membeli sebuah mesin atau peralatan tertentu dapat memperoleh lebih banyak dana dengan cara perjanjian *lease* dibandingkan dengan perjanjian pimpinan dengan jaminan. Kedua, sistem *leasing* mungkin tidak memberi dampak negatif terhadap kemungkinan memperoleh pinjaman di masa mendatang dibandingkan perusahaan yang saat ini telah mempunyai pinjaman untuk membeli suatu peralatan.

Penyusutan Dipercepat

Bila suatu *lease* hanya berlaku dalam suatu jangka yang jauh lebih pendek dari umur penyusutan aktiva tersebut (yang sewanya akan diperpanjang dengan tarif yang rendah setelah *lessor* dapat menutup kembali harga aktiva yang bersangkutan selama jangka *lease* yang pertama itu), berarti biaya *lease* yang menjadi beban *lessee* setelah periode *lease* pertama akan sangat kecil dikaitkan dengan *lease* tahun-tahun sebelumnya. Dengan kata lain, jumlah ini merupakan penyusutan yang dipercepat (*rapid write-off*), yang menguntungkan *lessee*. Tetapi Direktorat Pajak tidak mengizinkan cara seperti ini.

Perbedaan Dalam Tarif Pajak atau Subsidi Pajak

Kita mungkin akan memperoleh suatu keuntungan dalam *leasing* atau membeli aktiva apabila tarif pajak untuk *lessor* berbeda dengan *lessee*. Tetapi dalam hal ini, tidak selalu mudah dalam menetapkan taksiran yang tepat. Dampak dari perbedaan pajak ini tergantung dari hubungannya antara laba dari aktiva modal dan interaksinya dengan tarif pajak dan subsidi pajak yang berbeda-beda.

Tetapi bila *lessee* tidak dapat memanfaatkan keringanan pajak, seperti kredit pajak investasi atau sistem penyusutan yang dipercepat, sebaiknya sistem *lease* yang dipilih. Dalam situasi seperti ini, *lessor* (bank atau perusahaan *leasing*) dapat memanfaatkan kredit pajak tersebut, dan persaingan dengan perusahaan dapat menghasilkan suatu tarif *lease* yang lebih rendah.

Bila suatu perusahaan merugi atau bila perkembangannya begitu pesat, dan kredit pajak yang dihasilkan begitu besar sehingga tidak dapat memanfaatkan seluruhnya, sebaiknya perusahaan tersebut memilih sistem *leasing*. Dalam situasi seperti ini, *lessor* (yaitu bank atau perusahaan *leasing*) dapat memanfaatkan kredit pajak tersebut dan memberikan pengurangan tarif *lease*-nya kepada *lessee*. Dalam tahun-tahun terakhir ini, perusahaan kereta api dan perusahaan penerbangan merupakan perusahaan pemakai sistem *leasing* terbesar dan banyak pula perusahaan-perusahaan lainnya.

BAB XIII
MERGER, AKUISISI DAN KESULITAN KEUANGAN

A. Merger

Para ahli ekonomi mengklasifikasian merger dalam 4 (empat) kelompok, adalah:

1. Horisontal
2. Vertikal
3. Kon-Generik
4. Konglomerat

"Merger Horisontal" adalah gabungan dua atau lebih perusahaan yang bergerak dalam satu bidang usaha yang sama, contohnya adalah merger dua perusahaan minyak bumi yaitu Chvron dan Gulf Oil.

"Merger Vertikal" adalah gabungan dari perusahaan-perusahaan di mana yang satu bertindak selaku *supplier* yang lainnya, contohnya adalah perusahaan kimia *Du Pont* yang merger dengan perusahaan minyak bumi Conoco karena *Du Pont* menggunakan minyak dalam proses kimianya.

"Merger Kon-Generik (*Congeneric Merger*)" adalah gabungan dari perusahaan-perusahaan yang mempunyai kesamaan sifat dan tindakan, jadi mencakup perusahaan-perusahaan yang saling berhubungan tetapi bukan produsen barang yang sama (horisontal) ataupun yang terkait dalam hubungan suplier-produsen (vertikal), contohnya adalah pengambilalihan perusahaan Shearson Hammil oleh American Express pada tahun 1981 dan pengambilalihan Bache & Company oleh perusahaan asuransi Prudential.

"Merger Konglemerat (*Conglomerate Merger*)" adalah gabungan dari perusahaan-perusahaan yang tidak ada perkaitannya,

contohnya merger perusahaan minyak bumi Mobil Oil dengan perusahaan Montgomery Word.

Kemanfaatan ekonomis (dan juga pengaruhnya dalam mengatasi persaingan) sebagian tergantung pada jenis merger yang dilakukan. Merger vertikal dan horisontal memberikan kemanfaatan operasional yang tertinggi tetapi yang juga kemungkinan terkena undang-undang anti-trust. Klasifikasi ekonomi ini harus diperhatikan pada penganalisaan kelayakan usulan merger.

Motivasi Tindakan Merger

Sudah banyak buku yang ditulis tentang merger dan banyak aspek mengenai merger yang telah dibahas. Dari pembahasan-pembahasan itu dapat diidentifikasi empat alasan khusus diadakannya merger yaitu:

1. Keuntungan bagi pemegang saham perusahaan yang diambil alih.

   Dari penelitian empiris diketahui bahwa pemengang saham dari perusahaan yang diambil-alih menerima laba yang besar karena adanya merger. Dari penelitian juga diketahui bahwa sebelum terjadinya merger, hasil kerja perusahaan yang diambil-alih tidak mencapai kapasitas potensialnya atau perusahaan pengambil alih sedang menikmati laba ekonomis.

   Pemegang saham perusahaan pengambil-alih sendiri tidak menerima keuntungan yang berarti. Ini menunjukkan bahwa keadaan pasar bagi perusahaan pengambil-alih bersifat kompetitif dan keuntungan dari merger terutama jatuh pada perusahaan yang diambil-alih. Karena pemegang saham dari perusahaan yang diambil alih menerima keuntungan sedangkan pemegang saham perusahaan yang mengambil alih tidak rugi maka dari merger ini dihasilkan nilai laba netto. Keuntungan karena merger berasal dari beberapa sumber seperti kehematan karena besarnya omzet (*economies of scale*), penerusan rencana keuangan yang sehat, adanya sumber daya komplementer, lebih baiknya pemanfaatan

kelebihan kas dan kapasitas hutang belum terpakai, serta kemampuan rehabilitasi dan pengembangan.

2. Nilai pasar versus biaya penggantian
   Merosot tajamnya ratio nilai pasar terhadap biaya penggantian aktiva perusahaan pada akhir 1970-an dan awal 1980-an disebabkan oleh pengaruh ganda dari tingginya tingkat inflasi dan jatuhnya pasar saham, keadaan mana telah menjadi motivasi tindakan merger.

Persyaratan-Persyaratan Merger

Persyaratan suatu merger mengandung dua unsur penting yaitu (1) siapa yang akan mengendalikan perusahaan yang telah digabung dan (2) berapa yang harus dibayar perusahaan pengambil-alih untuk mendapatkan perusahaan sasaran.

Pengendalian Pasca Merger

Situasi kepegawaian dan pengendalian merupakan pertimbangan penting dan pengambil-alihan perusahana perorangan kecil oleh perusahaan yang lebih besar. Pemilik perusahaan yang diambil alih mungkin ingin tetap menduduki posisi tinggi dan tetap dapat mengendalikan perusahaan setelah merger. Karena itulah masalah ini biasanya ditegaskan dalam negosiasi merger. Manajemen perusahaan pengambil-alih juga merisaukan posisi pasca merger bila suatu perseroan terbuka (telah *go public*) yang diambil alih ternyata tidak dikendalikan oleh manajernya. Dalam hal perusahaan pengambil-alih menyetujui untuk tetap menggunakan team manajemen yang ada maka manajemen perusahaan sasaran mungkin mau membantu mendukung adanya merger dan merekomendasikannya kepada para pemegang saham. Kalau manajemen tersebut akan disingkarkan maka mereka tentunya akan menentang merger.

Persyaratan Merger Penyatuan Kepentingan

Ada enam kondisi yang harus dipenuhi jika akan menggunakan metode akuntansi penyatuan kepentingan yaitu:

1. Pemegang saham perusahaan yang diambil-alih harus tetap menduduki posisi sebagai pemilik dalam perusahaan yang telah disatukan.
2. Basis akuntansi dari aktiva perusahaan yang diambil-alih harus tetap tidak boleh dirubah.
3. Hanya perusahaan yang berdiri sendiri yang boleh digabungkan, sebelum merger tiap perusahaan sekurang-kurangnya telah dua tahun mempunyai otonomi penuh serta paling banyak 10 persen memiliki investasi berupa saham perusahaan lain.
4. Penggabungan harus terjadi dalam satu transaksi, pada penyatuan kepentingan tidak diizinkan pembayaran yang disyaratkan (pada pembelian dibolehkan).
5. Perusahaan pengambil-alih hanya boleh mengeluarkan saham yang identik dengan saham yang telah beredar sebagai penukaran sekurang-kurangnya 90 persen saham perusahaan sasaran.
6. Setelah merger, sekurang-kurangnya selama dua tahun perusahaan gabungan itu dilarang mengeluarkan aktivanya dalam jumlah besar.

Kalau semua kondisi di atas terpenuhi maka penggabungan tersebut dianggap sebagai "merger di antara yang sama" dan di sini terdapat penyatuan kepentingan. Sebaliknya pada merger pembelian di mana (1) terdapat pemilik baru, (2) perlunya penilaian aktiva phisik perusahaan sasaran berikut neraca yang telah disesuaikan nilai-nilainya dan (3) umumnya menimbulkan *pos goodwill.*

B. Akuisisi

Akuisisi strategis terjadi pada saat satu perusahaan melakukan akuisisi atas perusahaan lainnya sebagai bagian dari keseluruhan strategi bisnis yang dimilikinya. Hasil yang diharapkan diperoleh dari akuisisi ini biasanya adalah penghematan biaya. Pertimbangan utama dalam akuisisi strategis adalah terdapat alasan strategis untuk melakukan akuisisi tersebut. Alasan dilakukan akuisisi ini adalah untuk menjual aktiva, menghemat biaya, dan operasi yang lebih efisien. Tindakan akuisisi ini diharapkan dapat menciptakan nilai yang besarnya melebihi harga akuisisi perusahaan.

Pengaruh Laba

Sebelum melakukan akusisi, perusahaan yang melakukan akuisisi akan mempertimbangkan pengaruh akusisi tersebut terhadap laba perusahaan.

Dapat disimpulkan, dalam penggabungan usaha terdapat kemungkinan terjadinya penurunan atau peningkatan EPS bagi perusahaan yang mengakuisisi. Jumlah peningkatan atau penurunan tersebut merupakan fungsi dari: (1) rasio dari harga-laba sebelum penggabungan usaha dan (2) ukuran relatif kedua perusahaan diukur dengan laba total. Semakin tinggi rasio harga-laba perusahaan yang mengakuisisi sebelum penggabungan usaha dibandingkan dengan perusahaan yang diakuisisi dan semakin tinggi laba perusahaan yang diakuisisi dibandingkan dengan laba perusahaan yang mengakuisisi sebelum penggabungan usaha, semakin besar peningkatan EPS perusahaan yang mengakuisis.

Pengaruh Nilai Pasar

Proses tawar menawar dalam akuisisi terutama didasarkan pada rasio pertukaran harga pasar per lembar saham. Harga pasar saham dapat dijadikan tolak ukur dalam memperkirakan nilai instrinsik perusahaan. Harga tersebut tidak hanya merefleksikan laba potensial perusahaan namun juga merefleksikan dividen, risiko bisnis, struktur modal, nilai aktiva, dan faktor-faktor penilaian lainnya.

Perusahaan dengan rasio harga-laba yang lebih tinggi dapat melakukan akuisisi terhadap perusahaan dengan rasio harga–laba yang lebih rendah dan memperoleh peningkatan dalam EPS, walaupun harga yang dibayarkan lebih tinggi dari harga berlaku berdasarkan rasio pertukaran nilai pasar. Kunci utamanya adalah rasio harga-laba perusahaan yang mengakuisisi setelah merger. Jika rasio tersebut tetap sama, maka harga pasar saham akan meningkat. Dengan cara ini, perusahaan yang melakukan akuisisi dapat mengalami pertumbuhan EPS yang konstan jika akuisisi terhadap beberapa perusahaan dilakukan dengan cara yang sama seperti di atas. Peningkatan ini tidak disebabkan oleh penghematan ekonomi atau perbaikan manajemen, tetapi lebih karena penarikan (seperti halnya menarik ke atas tali sepatu *boot*, *bootstrapping*) EPS

melalui akuisisi. Jika pertumbuhan EPS ini dinilai baik oleh pasar, peningkatan kekayaan pemegang saham hanya akan terjadi melalui akuisisi.

C. Kesulitan Keuangan

"Semua kebangkrutan atau dengan istilah apapun, harus dihalangi. Untuk saat ini tidak ada rasa malu sama sekali untuk menjadi bankrut." (Alan Abelson, 1991)

Sebab utama kegagalan sebuah perusahaan adalah manajemen yang tidak kompeten. Manajer keuangan perusahaan yang berhasil harus mengetahui hak dan kewajiban sebagai kreditor dan harus berpartisipasi secara efektif dalam upaya untuk menagih dari debitur yang mengalami kesulitan keuangan. Manajer keuangan dari perusahaan yang kurang berhasil harus mengetahui bagaimana menangani masalah jika timbul masalah keuangan. Manajer yang kurang mampu harus dibebas tugaskan secepatnya.

Kegagalan

Perusahaan-perusahaan yang bangkrut mengalami kegagalan dalam beberapa arti. Kegagalan dapat didefinisikan dengan berbagai cara, dan beberapa kegagalan tidak harus berasal dari kejatuhan dan pembubaran suatu perusahaan. Kegagalan dalam pengertian ekonomi dapat berarti bahwa perusahaan kehilangan uang pendapatannya tidak menutup biayanya. Ini dapat juga berarti bahwa tingkat labanya lebih kecil dari biaya modalnya. Definisi yang berlainan adalah bahwa nilai sekarang dari arus kas perusahaan itu lebih kecil dari kewajibannya. Dalam pengertian lain pula, kegagalan terjadi bila arus kas sebenarnya dari perusahaan tersebut jatuh di bawah arus kas yang diharapkannya, proyeksinya tak terpenuhi.

Insolvensi dalam pengertian kebangkrutan didefinisikan dalam ukuran akuntansi sebagai kekayaan bersih negatif dalam neraca konvensional. Pendekatan hukum mengaitkan kewajiban keuangan yang beredar pada nilai pasar wajar dari aktiva perusahaan tersebut. Definisi ekonomi dari insolvensi dalam pengertian bangkrut adalah bahwa nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan lebih kecil dari kewajiban yang beredar. Ukuran saham legal dan

ekonomi dari insolvensi dalam pengertian kebangkrutan adalah kontinjen terhadap kemungkinana perbaikan dan pengharapan yang mungkin atas arus kas masa depan. Sekuritas sulit telah didefinisikan sebagai hutang atau ekuitas dari perusahaan yang tidak membayar kewajiban hutangnya atau mengajukan proteksi menurut undang-undang kebangkrutan.

Suatu perusahaan yang semua modalnya berupa ekuitas dapat gagal dalam tiga cara: (1) pengembalian marjinalnya lebih kecil daripada biaya modal marjinalnya (2) pengembalian rata-ratanya lebih kecil daripada biaya modal rata-rata (3) pendapatan lebih kecil dari biaya sehingga pengembalian marjinalnya negatif. Jadi kegagalan dapat terjadi sekalipun tidak ada kewajiban hutang yang harus dipenuhi.

Perpanjangan dan Komposisi

Perusahaan yang sedang mengalami kesulitan bisa meminta perpanjangan *(extension)* waktu pembayaran kewajiban (hutang, pinjaman, tagihan pemasok dan lain sebagainya). Para kreditor setuju hanya memperoleh sebagian saja dari jumlah keseluruhan hutang debitor-disebut komposisi (*composition*). Prosedur yang lebih formal terdiri dari tiga alternatif: perusahaan terus berjalan, perusahaan dimejerkan ke dalam perusahaan lain, atau perusahaan dilikuidasi.

Perpanjangan menunda tanggal pembayaran atas hutang yang telah jatuh tempo, sedangkan komposisi secara suka rela mengurangi klaim kreditor atas debitor. Keduanya dapat memperpanjang nasib dan nyawa perusahaan yang sedang sakit serta menghindari biaya pengadilan. Tidak ada campur tangan pihak pengadilan dalam peneraan kedua prosedur di atas, semuanya atas dasar suka rela. Meskipun para kreditor merugi sementara, tetapi rehabilitasi debitur yang bersangkutan akan lebih menguntungkan daripada menempuh prosedur formal. Tentunya debitor yang diberi keringanan dalam bentuk komposisi dan perpanjangan adalah debitor yang mempunyai prospek baik serta bisa diandalkan dalam pertumbuhan usaha.

Paling sedikit ada tiga kondisi yang diperlukan untuk menerapkan perpanjangan atau komposisi:

1. Debitor harus memegang teguh janji yang disetujui bersama, dalam hal melunasi kewajiban dan tidak boleh menyelewengkan aktiva perusahaan untuk digunakan demi kepentingan pribadi.
2. Debitor harus mempunyai dan menunjukkan kemampuan untuk menyehatkan usahanya
3. Kondisi bisnis ikut menunjang upaya penyehatan kembali perusahaan yang sedang mengalami kesulitan.

Proses Reorganisasi

Reorganisasi merupakan salah satu bentuk perpanjangan atau komposisi dari kewajiban perusahaan tanpa mengaitkan dengan prosedur hukum yang dianut, proses-proses reorganisasi memiliki beberapa ciri sebagai berikut:

1. Perusahaan dinyatakan dalam keadaan insolvensi jika ia tidak bisa melunasi kewajiban kasnya pada tanggal jatuh tempo atau jika jumlah seluruh kewajiban melebihi jumlah aktiva perusahaan karena masalahnya rumit, maka apa yang dikategorikan sebagai kewajiban perusahaan harus ditetapkan dan dimodifikasikan dengan jelas. Perlu dirumuskan persyaratan-persyaratan penjadwalan kembali yang bisa diterima oleh semua kreditor. Teknik penjadwalan kembali beban-beban tetap atau mengubah hutang jangka pendek menjadi hutang jangka panjang atau mengubah kedua hutang tersebut ke dalam bentuk saham.
2. Dana baru harus diadakan untuk modal kerja dan rehabilitasi harta perusahaan
3. Semua sumber dan sebab kesulitan manajerial serta operasional harus diidentifikasikan dan mencari cara untuk menanggulanginya.

Pada dasarnya, reorgassi hanya berupa komposisi atau penjadwalan kembali kewajiban perusahaan dalam setiap upaya komposisi, dua kondisi harus dipenuhi.

1. Penjadwalan kembali harus adil/wajar *(fair)* bagi semua pihak
2. Sebagai hasil dari pengorbanan itu, rehabilitasi dan operasi perusahaan yang menguntungkan harus benar-benar layak *(flesible)*

Keputusan Keuangan dalam Reorganisasi

Jika suatu bisnis menjadi pailit atau menghadapi insolvensi, harus diputuskan dengan segera apakah perusahaan dilikuidasi atau diteruskan beroperasi melalui reorganiasi. Pada dasarnya, keputusan ini tergantung pada ketetapan perusahaan dalam menentukan nilai perusahaan bila direhabilitasi versus nilai dari jumlah setiap bagian bila perusahaan itu dipecah-pecah.

Nilai likuidasi tergantung dari bobot masing-masing aktiva yang digunakan dan beberapa nilai jual yang akan diperoleh. Selain itu, likuidasi sendiri melibatkan biaya untuk memecah-mecah aktiva tetap maupun biaya legalisasinya. Reorganisasi yang berhasil juga membutuhkan biaya yang tidak sedikit. Biasanya biaya dikeluarkan untuk peralatan yang baru, penjualan inventaris yang sudah usang, dan di atas segalanya, peningkatan manajemen perusahaan secara optimal. Jika nilai dari reorganisasi ternyata lebih baik dibanding nilai likuidasi, masalah yang tersisa tinggal bagaimana meyakinkan pihak kreditor yang menghendaki agar perusahaan tetap dilikuidasi.

Likuidasi

Likuidasi suatu bisnis terjadi pada waktu perusahaan berada di ambang kejatuhan. Dalam ketentuan undang-undang, prosedur likuidasi tidak perlu melalui pengadilan, walaupun boleh saja dalam hal untuk mencapai penyelesaian yang tuntas mengenai klaim kreditor atas debitor. Kepailitan adalah prosedur hukum yang dilakukan di bawah jurisdiksi pengadilan, di mana sebuah perusahaan secara resmi dilikuidasi dan klaim-klaim para kreditornya diselesaikan sepenuhnya

Likuidasi Dalam Kepailitan

Prosedur yang diatur dalam bab 7 Undang-Undang Kepailitan 1978 mencakup paling sedikit tiga hal selama masa likuidasi : (1) penjagaan atas kemungkinan penyelewengan oleh debitor selama likuidasi belum selesai (2) pendistribusian aktiva debitor secara adil ke para kreditor, dan (3) peluang bagi debitor untuk memenuhi usaha baru karena dengan prosedur likuidasi semua kewajibannya dianggap telah selesai tuntas.

Prediksi Kepailitan

Para analis keuangan dan manajer kredit yang berpengalaman dan teliti mampu memprediksi terjadinya kesukaran keuangan melalui pengamatan semua aspek perusahaan selama jangka waktu tertentu. Upaya mereka dibantu oleh suatu metodologi formal yang dinamakan "MDA" (*Multiple Diseriminat Analysis*). MDA ini menggunakan rasio keuangan yang mencakup rasio likuiditas perusahaan seperti rasio lancar, rasio leverage perusahaan seperti rasio hutang terhadap modalnya, dan rasio profitabilitas seperti rasio laba bersih terhadap modal atau akumulasi laba ditahan (positif atau negatif). Selain itu, juga digunakan rasio keuangan secara statistik, agar dapat menganalisis probabilitas kepailitan perusahaan.

Dengan mendasarkan kepada rasio keuangan itu, MDA berhasil dipergunakan untuk mengklasifikasikan perusahaan ke dalam kelompok yang mempunyai kemungkinan yang tinggi untuk pailit atau kelompok perusahaan yang kemungkinan mengalami pailit rendah. Perintis MDA adalah Edward Altman. MDA juga dimanfaatkan dengan sukses oleh perusahan analisis kredit untuk merumuskan probabilitas calon pemohon kredit tak dapat membayar kewajibannya, dan juga oleh para manajer portofolio untuk mengevaluasi investasi obligasi dan saham dalam penerapannya, cara ini disebut "pemberian skor kredit" (*credit scoring*). Jadi MDA ini merupakan cara pendekatan yang akan dipakai dalam berbagai pengambilan keputusan dalam bidang keuangan.

BAB XIV
FINANCIAL DISTRESS

A. *Financial Distress*

Financial distress merupakan suatu situasi dimana aliran kas operasi sebuah perusahaan tidak cukup untuk memuaskan kewajiban-kewajiban yang sekarang (seperti perdagangan kredit atau pengeluaran bunga) dan perusahaan dipaksa untuk melakukan tindakan korektif. Dalam hal ini *financial distress* dapat dikatakan sebagai kegagalan perusahan untuk menyelesaikan kewajiban dan juga ketidakmampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas yang cukup untuk membuat suatu pembayaran yang dibutuhkan sesuai kontrak, tetapi *financial distress* dapat juga membawa suatu yang dapat mengagalkan suatu kontrak, dan itu mungkin saja dapat melibatkan restrukturisasi *financial* diantara perusahaan yang mungkin saja dapat dipaksakan untuk melakukan likuidasi aktivanya, para kreditornya, dan para investor ekuitasnya. Biasanya perusahaan dipaksa untuk mengambil tindakan yang ia tidak akan ambil, jika ia memiliki aliran kas yang cukup. Sebenarnya apakah itu restrukturisasi *financial*, adalah penataan kembali struktur keuangan untuk meningkatkan kinerja ekuitas perusahaan. Restrukturisasi keuangan melibatkan penempatan kembali tuntutan keuangan yang lama dengan persyaratan yang baru dan melaksanakan *private workouts* atau kebangkrutan yang sah secara hukum. Restrukturisasi financial dapat dilakukan dengan beberapa alternatif, yaitu:

1. Restrukturisasi keuangan dapat dilakukan dengan penjadwalan kembali pembayaran bunga dan pokok pinjaman.
2. Penjadwalan kembali pembayaran pokok pinjaman.
3. Mengubah utang menjadi modal sendiri atau biasa di sebut degan *debt equity swap*.

4. Menjual yang bukan bisnis inti melalui *spin-off* atau *sell-off.*
5. Mengundang investor individu yang potensial yang biasa disebut *private placement* atau memberikan hak kepada karyawan termasuk manajemen untuk membeli saham perusahaan atau *management buyout.* Melalui alternatif tersebut akan diperoleh *fresh money* sebagai tambahan modal sehingga dapat membantu keuangan perusahaan.
6. Restrukturisasi keuangan dapat ditempuh dengan penjualan saham kepada *public.*
7. Penjualan saham preferen lebih diutamakan sebagai tambahan *fresh money* kepada *public.*

Perusahan mengatasi *financial distress* dengan beberapa cara, antara lain :

1. Menjual aktiva yang utama
2. Merger dengan perusahaan yang lain
3. Mengurangi pengeluaran modal dan penelitian dan pengembangan
4. Menerbitkan surat berharga yang baru
5. Negosiasi dengan bank dan para kreditor yang lain
6. Perubahan utang menjadi piutang

Financial distress mungkin melibatkan baik restrukturisasi aktiva maupun restrukturisasi *financial*, beberapa contoh kejadian yang ada pada *financial distress*, yaitu penurunan deviden, penutupan pabrik, kerugian-kerugian, pengangguran, dan yang terakhir berhentinya CEO karena ketidak sanggupannya mengelola asset-asset perusahaan. Pada restrukturisasi *financial* mungkin terjadi suatu *private workout* atau suatu reorganisasi kebangkrutan. Tetapi apa sebenarnya *private workout* tersebut, *private workout* merupakan cara pengaturan sukarela untuk restrukturisasi utang perusahan, seperti penundaan pembayaran atau mengurangi jumlah pembayaran, tetapi pada kenyataannya suatu *private workout* tidak mungkin dapat dilakukan dan yang mungkin hanya dilakukan adalah kebangkrutan resmi. Seperti yang terjadi pada saat ini di Amerika terjadi kebangkrutan secara resmi terhadap beberapa lembaga keuangan yang besar, yang lebih besar daripada yang terjadi pada desember 2002. Definisi *financial distress* dapat

diperluas dengan kaitannya dengan kebangkrutan, menurut *Black's Law Dicionary* definisi dari kebangkrutan adalah *"ketidakmampuan untuk membayar utang seseorang: suatu kondisi yang demikian dari aktiva dan kewajiban seorang perempuan atau laki-laki dimana yang terdahulu yang telah membuat dengan segara tersedia tidak cukup untuk membuangnya lebih lanjut"*. Pada definisi ini terdapat 2 tema umum yaitu saham dan aliran kas, dimana kedua cara pemikiran tentang kebangkrutan yaitu

a. Kebangkrutan berdasarkan saham, perusahaan yang mampu membayar hutang mempunyai asset yang seimbang dengan terhadap jumlah utang dan ekuitas, dan sebaliknya perusahaan yang bangkrut mempunyai asset yang seimbang dengan debt ditambah dengan *negative equity* yang membuat neraca perusahaan timpang sebelah.
b. Kebangkrutan berdasarkan aliran kas, terjadi bila aliran kas perusahaan tidak cukup untuk menutup pembayaran yang dibutuhkan berdasarkan kontrak.

Saham yang didasarkan pada kejadian kebangkrutan, yaitu apabila sebuah perusahaan memiliki nilai bersih yang negatif, dan begitu nilai aktiva kurang dari nilai hutangnya. Aliran yang didasarkan pada kebangkrutan menunjuk pada ketidakmampuan perusahaan untuk membayar hutang terhadap seseorang.

Tetapi tidak semua *financial distress* yang tejadi merupakan bencana bagi perusahaan. Sebenarnya *financial distress* dapat dimaksudkan sebagai *"sistem peringatan dini"* bagi sebuah perusahaan untuk menghadapi masalah, seperti perusahaan dengan hutang yang lebih besar akan mengalami *financial distress* lebih awal daripada perusahaan yang memiliki hutang kurang. Oleh karena itu, perusahan yang mengalami *financial distress* lebih awal akan memiliki waktu yang cukup untuk melakukan *private workout* dan reorganisasi. Perusahan dengan hutang rendah dapat juga mengalami *financial distress* tetapi lebih belakangan, di dalam kejadiannya banyak yang langsung di likuidasi, dikarenakan suatu hal contohnya asset perusahaan yang sedikit, kemampuan untuk bangkit sangat lemah, tidak dipercaya *public* ketika melalukan *spin-off* dan *sel-off*. Apa yang terjadi sebenarnya dalam *financial distress*, *financial distress* memiliki 2 kemungkinan yaitu tidak

ada restrukturisasi *financial* dan restrukturisasi *financial*, pada restrukturisasi *financial* terdapat 2 hal yang terjadi yaitu *private workout* dan kebangkrutan resmi bab 11, dan yang terjadi pada kebangkrutan resmi bab 11 terjadi 3 opsi yaitu

1. Reorganisasi dan kemunculan kembali.
2. Meleburkan diri dengan perusahaan lain.
3. Likuidasi.

B. Likuidasi Kebangkrutan dan Reorganisasi

Perusahan yang tidak dapat atau tidak memilih untuk melakukan pembayaran yang dibutuhkan secara kontraktual kepada para kreditor memiliki dua opsi mendasar, yaitu:

1. Likuidasi
2. Reorganisasi

Bagian ini membicarakan mengenai likuidasi kebangkrutan dan reorganisasi. Likuidasi berarti tempat pemberhentian dari perusahaan yang sedang berjalan, ini meliputi seluruh penjualan aktiva dari perusahaan untuk melihat nilai sisa (*salvage value*). Hasil, biaya transaksi bersih, didistribusikan kepada para kreditor dalam pesanan yang telah diprioritaskan, biasanya prioritas kreditor yang diutamakan adalah kreditor yang memberikan hutang terhadap perusahaan yang paling besar.

Reorganisasi merupakan opsi menjaga agar perusahaan berjalan terus, ia kadang-kadang melibatkan dalam penerbitan surat-surat berharga baru untuk menggantikan surat berharga yang lama untuk mendapatkan tambahan modal baru, bisa dilakukan dengan *stock split*, atau juga mengarah kepada pembentukan investasi baru untuk mendapatkan *fresh money*.

Likuidasi dan reorganisasi formal mungkin dilakukan dengan satu opsi yaitu kebangkrutan. Kebangkrutan merupakan suatu cara bekerja yang syah dan dapat dilakukan secara sukarela dengan korporasi mengarsipkan petisi atau tanpa sengaja dengan para kreditor mengarsipkan petisi.

Dalam suatu petisi yang terdapat pada ***Bankruptcy Reorm Act of 1978 bab 7*** persetujuan dengan *"likuidasi langsung"*. Urutan kejadian tertuang pada bab tersebut, yaitu :

1. Suatu petisi dibukukan di pengadilan federal. Korporasi mungkin membukukan suatu petisi sukarela, atau tanpa sengaja petisi mungkin dibukukan terhadap perusahaan.
2. Seorang pengawas kebangkrutan dipilih oleh para kreditor untuk mengambil alih aktiva dari perusahaan yang berhutang. Pengawasan akan berusaha untuk melikuidasi aktiva-aktiva.
3. Bila aktiva dilikuidasi, sesudah pembayaran biaya administrasi, aktiva dibagikan kepada para kreditor.
4. Jika beberapa aktiva tersisa, sesudah pengeluaran dan pembayaran kepada para kreditor meraka didistribusikan kepada para pemegang saham.

Pada petisi yang lain ada yang menyebutkan bahwa kebangkrutan tanpa sengaja mungkin dapat dibukukan oleh para kreditor, dengan melihat kondisi-kondisi seperti :

1. Korporasi tidak membayar utang jika mereka menjadi terutang, dalam hal ini seperti gali lubang tutup lubang.
2. Jika di sana ada lebih dari 12 orang kreditor, paling sedikit tiga dengan total tuntutan $ 5.000 atau lebih bergabung dalam pengarsipan. Jika di sana ada lebih dari 12 kreditor, kemudian hanya satu dengan suatu tuntutan $ 5.000 dibutuhkan untuk dibukukan.

Suatu waktu suatu korporasi ditentukan menjadi bangkrut, lalu likuidasi berlangsung. Pembagian hasil likuidasi tejadi sesuai dengan prioritas berikut:

1. Pengeluaran administrasi, dikaitkan dengan likuidasi aktiva perusahaan yang bangkut.
2. Tuntutan yang tidak dijamin muncul sesudah pengarsipan dari suatu petisi kebangkrutan tanpa sengaja.
3. Upah, gaji dan komisi.
4. Kontribusi terhadap rencana-rencana yang menguntungkan karyawan meningkat dalam 180 hari sebelum tanggal pengarsipan.
5. Tuntutan-tuntutan konsumen.
6. Tuntutan pajak
7. Tuntutan para kreditor baik yang dijamin maupun yang tidak dijamin.
8. Tuntutan dari para pemegang saham preferen.

9. Tuntutan dari pada pemegang saham biasa.

Aturan prioritas dalam likuidasi adalah ***aturan prioritas absolute (absolute priority rule = APR)*** satu persyaratan untuk daftar ini berkenaan dengan para kreditor yang dijamin hak gadai atas properti dilikuidasi dan memberikan tunai yang tidak mencukupi untuk menutup jumlah yang dipinjam meraka, para kreditor yang dijamin bekerjasama dengan para kreditor yang tidak dijamin dalam membagikan sisa nilai likuidasi, secara menyolok, jika properti yang dijamin dilikuidasi untuk hasil yang lebih besar dari tuntutan yang dijamin, hasil bersihnya digunakan untuk membayar para kreditor dan yang lainnya yang dijamin.

Reorganisasi Kebangkrutan

Reorganisasi perusahaan melalui ***Federal Bancruptcy Reform Act Of 1978*** mempunyai tujuan umum dari sesuatu tindakan hukum yaitu merencanakan restrukturisasi perusahaam dengan beberapa persyaratan untuk pembayaran kembali dari para kreditor, melalui urutan kejadian yang telah ditetapkan sebagai berikut :

1. Suatu petisi sukarela dapat dibukukan oleh perusahaan, atau suatu petisi tidak sengaja dapat dibukukan oleh tiga atau lebih kreditor (*atau satu krediotr jika total kreditor lebih dari 12 di bagian terdahulu*). Petisi yang tidak sengaja harus menyebutkan bahwa perusahaan tidak membayar hutangnya.
2. Suatu pengadilan federal mungkin menyetujui ataupun menolak petisi. Jika petisi disetujui, suatu waktu untuk membukukan bukti-bukti tuntutan dari para kreditor dan para pemegang saham ditetapkan.
3. Dalam banyak kasus, korporasi (*yang berhutang dalam kepemilikan*) melanjutkan untuk menjalankan bisnis.
4. Korporasi diberikan waktu kurang lebih 120 hari untuk memasukkan suatu rencana reorganisasi.
5. Para kreditor dan para pemegang saham dibagi dalam kelompok-kelompok. Satu kelompok kreditor menerima rencana jika 2/3 dari kelompok (*dalam jumlah $ dollar*) dan setengah dari kelompok.
6. Sesudah penerimaan oleh para kreditor (*rencari*), rencana di konfirmasikan kepada pengadilan.

7. Pembayaran-pembayaran tunai, bangunan dan surat-surat berharga dibuat untuk para kreditor dan pemegang saham. Rencana mungkin memberikan peluang penerbitan surat-surat berharga yang baru.

Private Workout atau Kebangkrutan, opsi mana yang terbaik ?

Dalam sebuah perusahaan yang gagal untuk membayar utangnya akan membutuhkan restrukturisasi tuntunan *financial*-nya. Perusahaan akan mempunya dua opsi pilihan yaitu bangkrut secara resmi atau *private workout*, tetapi dari kedua hal tersebut manakah yang baik?

Dalam hal ini ada 2 bentuk resmi dari kebangkrutan yaitu:

1. Likuidasi bangkrut
2. Reorganisasi bangkrut

Apa yang di sebutkan di atas akan membandingkan *private workout* dan reorganisasi bangkrut. Kedua bentuk restrukturisasi *financial* itu melibatkan pertukaran tuntutan *financial* yang baru terhadap tuntutan *financial* yang lama. Biasanya utang lebih senior digantikan dengan utang yang yunior dan utang digantikan dengan ekuitas. Banyak penelitian saat ini yang menggambarkan apa yang terjadi dalam *private workouts* dan bangkrut yang resmi yaitu:

1. Secara historis, setengah dari restrukturisasi *financial* telah menjadi privat tetapi, belakangan ini bangkrut yang resmi telah mendominasi.
2. Perusahaan yang muncul dari pengalaman *private workouts* harga saham meningkat jauh lebih besar dari pada perusahaan yang muncul akibat dari bangkrut yang resmi.
3. Biaya langsung dari *private workouts* lebih sedikit ketimbang biaya dari bangkrut yang resmi yang cukup besar.
4. Pimpinan top biasanya kehilangan pembayaran dan kadang-kadang pekerjaan baik dalam *private workouts* maupun bangkrut yang resmi.

Fakta ini, bila dilaksanakan bersama-sama, kelihatannya mengusulkan bahwa suatu *private workout* lebih baik daripada suatu kebangkrutan yang resmi. Untuk rata-rata perusahaan yang bangkrut secara resmi lebih boros bila dibandingkan dengan sautu *private workouts*, tetapi untuk perusahaan bangkrut secara resmi

yang lainnya adalah lebih baik. Bangkrut yang resmi mengijinkan perusahaan untuk menerbitkan utang baru kepada senior terhadap semua utang yang telah dibebankan sebelumnya. Utang baru ini merupakan " *yang berutang dalam memiliki (DIP) utang* ". Untuk perusahaan yang membutuhkan sementara suntikan uang tunai, DIP utang membuat reorganisasi bangkrut suatu alternatif yang menarik terhadap suatu *private workouts*. Dan juga ada beberapa keuntungan pajak terhadap bangkrut. Perusahaan tidak kehilangan pajak yang terbawa oleh kebangkrutan, dan perlakuan pajak dari penundaan utang lebih baik dalam kebangkrutan dan juga kepada bunga atas kebangkrutan awal utang yang tidak dijamin menghentikan bertumbuhannya kebangkrutan resmi.

Kebangkrutan biasanya lebih baik untuk para investor ekuitas daripada untuk para debitor. Menggunakan utang DIP dan menghentikan bunga atas utang yang tidak dijamin pada awal kebangkrutan menolong para pemegang saham dan merugikan para kreditor. Sebagai suatu konsekuensi, pada investor ekuitas dapat selalu mempertahankan suatu perjanjian yang lebih baik dalam kebangkrutan. Aturan prioritas absolute, yang menguntungkan para kreditor atas para investor ekuitas, biasanya dapat dilanggar dalam kebangkrutan secara formal. Suatu studi saat ini menemukan bahwa dalam 81 persen dari kebangkrutan saat pada investor ekuitas akan memperoleh beberapa kompensasi.

Sebuah perusahaan dengan suatu struktur modal akan memiliki beberapa masalah dalam menjalankan secara bersama suatu *private workouts*. Perusahaan dengan para kreditor yang telah dijamin dan para kreditor perdagangan biasanya akan menggunakan kebangkrutan yang resmi karena ia juga sulit untuk mencapai suatu perjanjian dengan banyak tipe kreditor yang berbeda.

Dalam suatu pertentangan kepentingan yang terkait antara para investor ekuitas dan para kreditor, dan pertentangan yang dititikberatkan bila keduanya memiliki informasi yang tidak lengkap tentang kejadian *financial distress*. Bila suatu perusahaan awalnya mengalami suatu alisan kas yang kurang, ia mungkin tidak mengetahui apakah kekurangan itu bersifat permanen atau sementara jika kekurangan permanen, pada kreditor akan mendorong suatu reorganisasi yang resmi atau likuidasi. Oleh

karena itu, jika aliran kas kurang adalah sementara, reorganisasi atau likuidasi mungkin tidak perlu. Para investor ekuitas akan mendorong pandangan ini. Pertentangan kepentingan ini tidak dapat secara mudah dipecahkan. Dua hal terakhir ini khususnya adalah penting. Meraka menyarankan bahwa *financial distress* akan lebih mahal (murah) jika komplektitas adalah tinggi (rendah) dan informasi yang tidak lengkap (lengkap). Kompleksitas dan kekurangan informasi membuat murah *workouts* kurang.

C. Kebangkrutan yang Dikemas Lebih Dulu (*Prepackaged Bankruptcy*)

Ada 1 hal lagi bentuk dari kebangkrutan yaitu kebangkrutan yang dikemas lebih dulu, pada kebangkrutan ini dilakukan dengan cara menegoisasikan rencana reorganisasi dengan para kreditor beberapa bulan sebelum tanggal pembukuan bangkrut. Kebangkrutan ini merupakan suatu kombinasi antara *private workouts* dan bangkrut secara resmi. Manfaat dari kebangkrutan ini adalah memaksakan tetap melanjutkan untuk menerima reorganisasi kebangkrutan. Jika suatu kelompok besar dari para kreditor suatu perusahaan dapat menyetujui secara privat untuk suatu rencana reorganisasi, masalah yang tetap berlanjut mungkin dapat dihindarkan ia membuat suatu rencana reorganisasi dalam kebangkrutan yang remis lebih mudah untuk melaksanakannya secara bersama. Suatu studi melaporkan bahwa *prepackaged bankruptcies* menawarkan banyak keuntungan dari kebangkrutan resmi, tetapi mereka juga lebih efisien. Meraka menyarankan bawah waktu yang digunakan dan biaya langsung dari pemecahan kembali *financial distress* adalah kurang dalam *prepackaged bankruptcy* daripada dalam kebangkrutan yang resmi. Dalam suatu kebangkrutan terdapat beberapa biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan, yaitu

1. Biaya langsung dari kebangkrutan, kebangkrutan yang formal dapat menjadi mahal dan memakan waktu
2. Biaya-biaya tidak langsung *financial distress*. Ada banyak sekali biaya-biaya tidka langsung dalam *financial distress*, termasuk pengalihan manajemen, kerugian para pelanggan, dan kerugian reputasi. Biaya-biaya tidak langsung dari *financial distress*

mungkin terjadi apakah kebangkrutannya formal atau tidak formal diumumkan.

3. Biaya-biaya dari suatu struktur *financial* yang rumit.

BAB XV
MENGELOLA AKTIVA LANCAR

A. Kebijakan Investasi Alternatif dalam Aktiva Lancar

Kebijakan investasi aktiva lancar yang longgar (*relaxed current asset investment asset policy*) adalah suatu kebijakan di mana kas, sekuritas, dan persediaan dimiliki dalam jumlah yang relatif besar serta penjualan digalakkan dengan kebijakan penjualan kredit yang longgar sehingga mengakibatkan tingkat piutang usaha yang tinggi.

Kebijakan investasi aktiva lancar yang ketat (*restricted current asset investment policy*) adalah suatu kebijakan yang berupaya meminimumkan jumlah kas, sekuritas, persediaan, dan piutang usaha perusahaan. Dengan kebijakan aktiva lancar yang ketat, perusahaan akan memiliki sejumlah minimum kas dan persediaan sebagai stok pengamanan, dan kebijakan penjualan kreditnya juga akan diketatkan meskipun itu berarti menanggung risiko kehilangan penjualan. Pada umumnya, kebijakan investasi aktiva lancar yang ketat, atau dibatasi, akan memberikan tingkat pengembalian investasi yang tertinggi, tetapi hal itu mengundang risiko besar, sedangkan hal sebaliknya terjadi kebijakan yang longgar.

Kebijakan investasi aktiva lancar yang moderat (*moderate current asset investment policy*) yaitu suatu kebijakan yang longgar dan yang ketat.

Modal kerja terdiri dari empat komponen utama: kas, surat berharga, persediaan, dan piutang usaha. Untuk setiap jenis aktiva, perusahaan menghadapi perimbangan yang mendasar: aktiva lancar (yaitu, modal kerja) diperlukan untuk menjalankan usaha, dan makin besar penahanan aktiva lancar, makin kecil bahaya kekurangan dana, dengan demikian menurunkan risiko operasi

perusahaan. Akan tetapi, menahan modal kerja memerlukan biaya-jika persediaan terlalu besar, perusahaan akan mempunyai aktiva yang menghasilkan pengembalian nol atau negatif jika penyimpanan dan kerusakan tinggi.

Perusahaan biasanya mengikuti suatu siklus di mana mereka membeli persediaan, menjual barang secara kredit, dan kemudian menagih piutang usaha. Siklus ini disebut sebagai siklus konversi kas.

B. Konsep Modal Kerja Nol

Menurut pandangan pertama, manajemen modal kerja tampaknya tidak sepenting penganggaran modal, dividen, dan keputusan lain yang menentukan arah jangka panjang perusahaan. akan tetapi, dalam dunia persaingan global yang ketat dewasa ini, manajemen modal kerja mendapatkan perhatian yang makin meningkat dari manajer yang berusaha keras untuk mencapai efisiensi puncak.

Pendukung konsep modal kerja nol menyatakan bahwa suatu gerakan ke arah sasaran ini tidak hanya menghasilkan uang kas tetapi juga mempercepat produksi dan membantu perusahaan melakukan penyerahan lebih tepat waktu dan beroperasi secara lebih efisien. Konsep ini mempunyai definisi sendiri atas modal kerja: Persediaan + Piutang – Utang. Dasar pemikirannya adalah: (1) persediaan dan piutang usaha adalah kunci untuk mengadakan penjualan, tetapi (2) persediaan dapat dibiayai oleh pemasok melalui utang usaha.

Faktor yang paling penting dalam gerakan ke arah modal kerja nol adalah meningkatkan kecepatan. Jika proses produksi cukup cepat, perusahaan dapat memproduksi barang-barang pada saat dipesan daripada harus meramalkan permintaan dan menumpuk banyak persediaan yang dikelola oleh birokrat perusahaan.

Mencapai modal kerja nol mengharuskan setiap pesanan dan bagian produk bergerak pada kecepatan maksimum, pesanan bergerak cepat dari departemen pemrosesan ke pabrik, jalur produksi yang fleksibel menghasilkan berbagai macam produk setiap hari, dan barang jadi mengalir secara langsung dari jalur produksi menuju truk atau kereta api yang berhenti.

Adalah tidak mungkin bagi kebanyakan perusahaan untuk mencapai modal kerja nol dan efisiensi produksi yang tak terbatas. Namun, fokus untuk meminimumkan piutang dan persediaan sambil memaksimumkan utang akan membantu perusahaan menurunkan investasinya dalam modal kerja sera mencapai tingkat keuangan dan produksi yang ekonomis.

C. Pengelolaan Kas

Kas sering disebut sebagai aktiva "yang tidak menghasilkan laba". Uang kas dibutuhkan untuk membayar pekerja dan bahan baku, membeli aktiva tetap, membayar pajak, melunasi utang, membayar dividen, dan sebagainya. Sasaran dari manajer kas adalah meminimumkan jumlah kas yang harus ditahan perusahaan untuk digunakan dalam melaksnakaan aktivitas bisnis yang normal, namun pada saat bersamaan, memiliki cukup banyak kas untuk (1) mengambil potongan dagang (*trade discount*), (2) mempertahankan peringkat kredit (*credit rating*), (3) memenuhi kebutuhan kas yang tak terduga.

Dasar Pemikiran Untuk Menahan Kas

Ada dua alasan utama perusahaan untuk menahan kas:

1. Transaksi. Saldo kas yang diperlukan dalam operasi perusahaan. Pembayaran harus dilakukan dengan uang kas, dan penerimaan dimasukkan ke dalam akun kas. Saldo kas yang terkait dengan pembayaran dan penagihan rutin dikenal sebagai saldo transaksi.
2. Kompensasi atas pinjaman dan pelayanan bank. Bank mendapat uang dengan meminjamkan dana dari deposito yang diterimanya, sehingga makin besar deposito yang diterima, makin baik posisi bank tersebut untuk memperoleh laba. Jika sebuah bank menyediakan jasa bagi nasabahnya, umumnya ia dapat mensyaratkan nasabah tersebut untuk menyisakan saldo deposito minimum guna menutupi ongkos-ongkos atas pelayanan. Bank juga dapat mensyaratkan nasabahnya untuk mempunyai deposito di bank tersebut. Deposito sejenis ini disebut saldo kompensasi.

Dua alasan lain untuk menahan kas telah dijelaskan dalam buku-buku keuangan dan ekonomi yakni, untuk berjaga-jaga dan berspekulasi. Saldo untuk berjaga-jaga adalah saldo kas yang ditahan dalam cadangan untuk berjaga-jaga terhadap fluktuasi arus masuk-keluar kas yang bersifat acak. Saldo untuk berspekulasi saldo kas yang ditahan agar perusahaan dapat memanfaatkan secara murah apabila kesempatan itu ada.

Manfaat Menahan Uang Kas dan Aktiva "Near-Cash" Yang Memadai

Selan keempat motif yang dibahas di atas, pengelolaan modal kerja yang baik menghendaki tersedianya uang kas dan aktiva "near cash" yang memadai untuk beberapa alasan tertentu.

1. Penting sekali perusahaan mempunyai kas dan aktiva *near-cash* agar dapat memanfaatkan potongan dagang.
2. Penahan uang kas dan aktiva *near-cash* yang memadai juga berguna untuk meningkatkan peringkat kredit perusahaan dengan menjaga rasio lancar dan rasio cepat sejalan dengan perusahaan lain dalam industri sejenis.
3. Uang kas dan aktiva *near-cash* juga berguna untuk memanfaatkan peluang bisnis yang menguntungkan.
4. Perusahaan harus mempunyai uang kas dan aktiva *near-cash* untuk keadaan darurat seperti pemogokan, kebakaran, atau antisipasi kampanye pemasaran dari para pesaing dan untuk berjaga-jaga terhadap penurunan musiman dan siklis.

Anggaran Kas

Perusahaan mengestimasi kebutuhan kasnya sebagai bagian dari proses penyusunan anggaran umum, atau proses peramalan. Pertama, perusahaan meramalkan penjualan, lalu aktiva tetap dan persediaan yang diperlukan, kemudian menentukan saat pembayaran yang harus dilakukan

Anggaran kas memberikan informasi yang lebih rinci mengenai arus kas masa depan perusahaan daripada laporan keuangan yang diramalkan. Saldo kas yang ditargetkan saldo kas yang ingin dipertahankan oleh perusahaan untuk menjalankan usaha.

D. Teknik-Teknik Manajemen Kas

Manajemen kas telah mengalami perubahan penting selama 20 tahun terakhir sebagai akibat dari dua faktor. Pertama, dari awal tahun 1970-an sampai pertengahan 1980-an, suku bunga cenderung naik, yang meningkatkan biaya kesempatan untuk menahan kas. Hal ini mendorong para manajer keuangan untuk mencari cara yang lebih efisien untuk mengelola kas perusahaan. Kedua, perkembangan teknologi, terutama mekanisme transfer dana elektronik terkomputerisasi, telah mengubah cara pengelolaan uang kas.

Kebanyakan aktivitas manajemen kas dilaksanakan secara bersama oleh perusahaan dan banknya. Manajemen kas yang efektif menekankan pengeloaan yang tepat atas arus kas masuk dan arus kas keluar, yang berarti perlu (1) mensinkronkan arus kas, (2) menggunakan float, (3) mempercepat penagihan, (4) menyampaikan dana yang tersedia pada pos-pos yang membutuhkan, dan (5) mengendalikan pengeluaran.

Teknik-teknik yang paling umum digunakan untuk menyelesaikan tugas-tugas adalah sebagai berikut:

Sinkronisasi Arus Kas

Arus kas yang disinkronkan yaitu situasi di mana arus kas masuk diselaraskan dengan arus kas keluar, sehingga memungkinkan suatu perusahaan mempertahankan saldo kas untuk keperluan transaksi yang rendah. Arus kas yang disinkronkan menyediakan uang kas pada saat diperlukan dan sehingga memungkinkan perusahaan mengurangi saldo kas, menurunkan pinjaman bank, memperkecil beban bunga, dan memperbesar laba.

Mempercepat Proses Kliring Cek

Ketika seorang pelanggan menulis dan mengirimkan cek, ini tidak berarti bahwa dananya langsung tersedia bagi perusahaan penerima. Kebanyakan dari kita telah diberi tahu oleh seseorang, bahwa cek itu "sedang dalam pengiriman", dan kita juga biasa menyetorkan cek ke rekening kita kemudian diberi tahu bahwa tidak bisa ditarik cek atas setoran tersebut sebelum proses pengkliringan cek selesai.

Pengkliringan cek (*check clearing*) proses pengkonversian suatu cek yang telah ditulis dan dikirimkan menjadi uang kas dalam rekening yang dibayar.

Dalam praktik, mungkin cukup banyak waktu yang diperlukan perusahaan untuk memproses cek yang diterima sampai dananya bisa digunakan. Cek terlebih dahulu harus dikirimkan lewat pos kemudian dikliring melalui sistem perbankan sebelum uangnya dapat digunakan. Cek yang diterima dari pelanggan di kota yang jauh akan memakan waktu beberapa lama karena jauhnya jarak pengiriman serta karena lebih banyak pihak yang terlibat.

Memanfaatkan Masa Mengambang

Masa mengambang didefinisikan sebagai perbedaan antara saldo yang diperlihatkan dalam buku cek sebuah perusahaan dan saldo pada catatan bank. Pengeluaran mengambang yaitu nilai dari cek-cek yang telah kita tulis tetapi yang masih diproses sehingga belum dikurangkan dari saldo rekening kita oleh bank. Penagihan mengambang. Yaitu jumlah cek-cek yang telah kita terima tetapi yang belum dikredit ke rekening kita. Nilai mengambang yaitu selisih di antara saldo rekening bank menurut pembukuan pemegang rekening dengan saldo rekening menurut pembukuan bank.

Jika penagihan perusahaan tersebut dan proses kliring lebih efisien dari pada penerimana cek-ceknya yang umumnya demikian bagi perusahaan yang lebih besar dan lebih efisien-perusahaan dapat benar-benar menunjukkan saldo negatif pada pembukuannya tetapi mempunyai saldo positif pada catatan banknya.

Penangguhan yang menimbulkan masa mengambang timbul karena diperlukan waktu bagi cek-cek (1) dalam perjalanan melalui pos (pengembangan lewat pos), (2) untuk diproses oleh perusahaan yang menerima (pengembangan pemrosesan), (3) untuk dikliringkan melalui sistem perbankan (kliring mengambang, atau ketersediaan).

Mempercepat Penerimaan

Beberapa teknik yang digunakan untuk memperepat penagihan maupun menyampaikan dana ke tempat di mana dana tersebut

diperlukan, termasuk (1) kotak pos khusus yang ditempatkan dekat dengan para nasabah dan (2) permintaan agar para nasabah membayar melalui kawat atau pendebetan otomatis.

Kotak pos khusus adalah suatu prosedur yang digunakan untuk mempercepat penagihan dan mengurangi masa mengambang melalui penggunaan kotak-kotak pos di daerah tempat yang dibayarkan.

E. Surat Berharga yang Mudah Dipasarkan

Sekuritas yang mudah dipasarkan adalah surat berharga yang segera dapat dijual setelah ada pemberitahuan. Sekuritas yang mudah dipasarkan, atau disingkat sekuritas, lazimnya memberikan hasil yang lebih rendah ketimbang aktiva operasi. Dalam banyak hal, perusahaan menahan portofolio sekuritas dengan alasan yang sama mereka menahan uang kas. Meski sekuritas ini tidak aman seperti kas, dalam banyak hal sekuritas dapat dikonversi menjadi kas lewat pemberitahuan yang sangat singkat dengan hanya satu kali hubungan telpon.

Persediaan

Persediaan, yang dapat diklasifikasikan menjadi: (1) perlengkapan (*supplies*), (2) bahan baku, (3) barang dan proses, dan (4) barang jadi, merupakan bagian yang sangat penting bagi hampir semua kegiatan bisnis.

Biaya Persediaan

Tujuan ganda dari pengelolaan persediaan adalah (1) untuk memastikan persediaan yang dibutuhkan guna menyokong operasi tersedia, tetapi (2) menekan biaya memesan dan menyimpan persediaan ke tingkat terendah yang memungkinkan. Menyimpan persediaan cukup mahal biayanya, karena itu selalu adalah tekanan untuk mengurangi persediaan sebagai bagian dari strategi pengurangan jasa perusahaan secara keseluruhan.

Sistem Pengendalian Persediaan

Pengelolaan persediaan memerlukan pembentukan suatu sistem pengendalian persediaan. Sistem pengendalian persediaan

berkisar dari sangat sederhana sampai yang sangat rumit, tergantung pada ukuran perusahaan dan sifat dasar persediaan.

Prosedur pengendalian yang sederhana adalah metode garis-mera *(red-line-method),* yaitu barang-barang persediaan disimpan dalam kotak atau peti, lalu suatu garis merah digambar di sekeliling bagian dalam peti tersebut setinggi titik pemesanan ulang dan manakala garis merah itu tampak, petugas bagian persediaan akan melakukan pemesana.

Metode dua-peti *(two-bin method),* persediaan disimpan dalam dua buah peti. Pada saat peti kerja kosong, pemesanan dilakukan dan persediaan diambil dari peti kedua. Persediaan ini cocok untuk barang-barang suku cadang.

Sistem Terkomputerisasi

Suatu sistem pengendalian persediaan dengan menggunakan komputer untuk menentukan titik pemesanan ulang dan untuk menyesuaikan saldo persediaan.

Sistem Tepat Waktu

Suatu sistem pengendalian persediaan di mana produsen mengkoordinasikan produksinya dengan pemasok sehingga bahan baku atau komponen-komponen tiba persis pada saat dibutuhkan dalam proses produksi.

Out-Sourcing

Perkembangan penting lainnya yang bertalian dengan persediaan adalah penggunaan sumber luar *(out-sourcing),* yang merupakan praktik membeli komponen-komponen dari pada membuatnya sendiri. Penggunaan sumber luar seringkali dipadukan dengan sistem *just-in-time* untuk mengurangi tingkat persediaan.

Hubungan Antara Penjadwalan Produksi dan Tingkat Persediaan

Hal terakhir yang beralian dengan tingkat persediaan adalah hubungan antara penjadwalan produksi dan tingkat persediaan. Jika perusahaan menetapkan suatu jadwal tingkat produksi yang

merata, persediaannya akan naik secara tajam ketika penjualan rendah dan kemudian akan menurun selama periode puncak penjualan, tetapi persediaan rata-rata yang dimiliki akan jauh lebih tinggi daripada jika produksi disesuaikan dengan naik-turunnya penjualan.

F. Manajemen Piutang

Perusahaan secara umum akan lebih suka menjual tunai daripada kredit. Namun, tekanan persaingan telah memaksa kebanyakan perusahaan untuk memberikan kredit. Jadi barang dikirim, persediaan dikurangi, dan piutang usaha muncul. Manajemen piutang dimulai dengan keputusan akan memberikan kredit atau tidak.

Akumulasi Piutang Usaha

Jumlah piutang usaha yang beredar pada suatu waktu tertentu ditentukan oleh dua faktor: (1) volume penjualan kredit dan (2) jangka waktu rata-rata antara penjualan dan penagihan.

Memantau Posisi Piutang Usaha

Para investor-baik pemegang saham maupun pejabat pinjaman bank-harus memberikan perhatian yang besar pada manajemen piutang usaha, karena seseorang dapat disesatkan oleh laporan keuangan yang kemudian membawa kerugian investasi yang besar.

Pada saat penjualan kredit dilakukan, kejadian-kejadian berikut berlangsung: (1) persediaan dikurangi dengan harga pokok, (2) piutang usaha dinaikkan dengan harga jual, dan (3) perbedaannya ada laba, yang ditambahkan ke laba tagihan. Jika penjualannya tunai, laba benar-benar dihasilkan, tetapi jika penjualannya kredit, laba tidak benar-benar dihasilkan kecuali kalau dan hingga piutang itu dapat ditagih. Perusahaan-perusahaan sudah umum diketahui melakukan praktik mendorong "penjualan" kepada pelanggan yang paling lemah untuk tujuan pelaporan laba yang tinggi. Ini dapat memperbesar harga saham perusahaan, setidaknya sampai kerugian kredit mulai menurunkan laba, dan pada saat itulah harga saham akan turun. Analisis yang dikemukakan dalam bagian-bagian berikut akan mendeteksi praktik yang menyimpang tersebut

termasuk penurunan yang tak disadari dalam mutu piutang usaha. Pendeteksian awal tersebut dapat membantu investor dan bankir menghindari kerugian. Jangka waktu penagihan (*days sales outstanding*, DSO) lamanya waktu rata-rata yang diperlukan untuk menagih penjualan kredit.

Skedul umur piutang suatu laporan yang menunjukkan berapa lama piutang usaha telah beredar. Skedul umur tak dapat disusun dari jenis data ikhtisar yang dilaporkan dalam laporan keuangan; skedul tersebut harus dikembangkan dari buku tambahan piutang usaha. Akan tetapi, perusahaan yang telah maju umumnya mengkomputerisasikan catatan piutang usaha mereka, sehingga mudah untuk menentukan umur dari setiap faktur dan untuk menyortir secara elektronik setiap kategori umur, sehingga menghasilkan skedul umur.

Kebijakan Penjualan Kredit

Keberhasilan atau kegagalan perusahaan terutama tergantung pada permintaan atas produknya-sebagai patokan, makin tinggi penjualan, makin sehat dan menguntungkan suatu perusahaan. Penjualan pada glirannya tergantung pada sejumlah faktor, baik yang bersifat eksogen maupun yang dapat dikendalikan ole perusahaan. determinan-determinan terkendali utama yang mempengaruhi permintaan adalah harga jual, mutu produk, iklan, dan kebijakan penjualan kredit perusahaan.

Kebijakan penjualan kredit (*credit policy*) serangkaian keputusan yang mencakup periode kredit, standar kredit, prosedur penagihan dan diskon yang ditawarkan perusahaan.

Kebijakan penjualan kredit terdiri dari empat variabel berikut:

1. Periode kredit, yaitu jangka waktu yang diberikan kepada pembelian untuk membayar pembelian mereka.
2. Standar kredit, yang mengacu pada kemampuan keuangan dari para pelanggan yang dapat diterima.
3. Kebijakan penagihan, yang diukur dengan keketatan atau kelonggaran yang diberikan perusahaan dalam upaya menagih piutang yang lamban pembayarannya.

4. Diskon atau potongan yang diberikan untuk pembayaran yang lebih cepat, termasuk persentase diskon dan seberapa cepat pembayaran harus dilakukan agar mendapat diskon tersebut.

Manajer kredit mempunyai tanggung jawab untuk mengelola kebijakan penjualan kredit perusahaan. Akan tetapi, karena pentingnya kredit, kebijakan penjualan kredit biasanya ditetapkan oleh komite eksekutif, yang biasanya terdiri dari presiden direktur beserta wakil presiden direktur untuk bidang keuangan, pemasaran, dan produksi.

Menetapkan Periode dan Standar Kredit

Syarat kredit (*credit terms*) suatu ketentuan mengenai periode kredit dan potongan yang diberikan-misalnya, 2/10, net 30. Periode kredit jangka waktu kredit yang diberikan kepada pelanggan.

Standar Kredit

Standar kredit (*credit standard*) mengacu pada kekuatan keuangan dan kelayakan seorang pelanggan untuk mendapat kredit. Jika seorang pelanggan tidak mampu memenuhi syarat kredit yang umum, ia tetap bisa membeli dari perusahaan, tetapi dengan syarat yang lebih ketat. Standar kredit perusahaan akan diterapkan untuk menentukan pelanggan mana yang akan mampu memenuhi syarat kredit umum dan beberapa jumlah kredit maksimum untuk setiap pelanggan. Faktor-faktor utama yang dipertimbangkan dalam pemberian kredit tersebut dikaitkan dengan kemungkinan pelanggan tertentu akan membayar lambat atau bahkan mungkin tidak membayar sama sekali.

Laporan kredit perusahaan lazimnya memuat informasi berikut:

1. Ikhtisar neraca dan laporan laba rugi.
2. Sejumlah rasio kunci, dan informasi tren
3. Informasi dari para pemasok perusahaan sehubungan dengan apakah perusahaan telah membayar dengan cepat atau lambat dan apakah belum lama ini tidak melakukan pembayaran.
4. Penjelasan verbal mengenai kondisi fisik dari operasi perusahaan

5. Penjelasan verbal mengenai latar belakang pemilik perusahaan, termasuk adanya kebangkrutan, gugatan, masalah perceraian, dan sebagainya yang pernah dialami.
6. Suatu ikhtisar peringkat, yang berkisar dari nilai A untuk risiko kredit terbaik hingga F yang dianggap cenderung tidak bisa membayar.

G. Menetapkan Kebijakan Penagihan

Kebijakan penagihan (*collection policy*) mengacu pada prosedur-prosedur yang digunakan untuk menagih piutang yang lewat tempo. Proses penagihan itu bisa mahal dalam pengertian biaya yang harus dikeluarkan maupun dalam pengertian kehilangan hubungan baik-pelanggan tidak senang utangnya dialihkan ke perusahaan penagihan. Akan tetapi, setidaknya sikap tegas diperlukan guna mencegah penguluran waktu pembayaran serta kerugian yang akan diderita. Perubahan kebijakan penagihan akan mempengaruhi penjualan, periode penagihan, dan persentase kerugian piutang tak tertagih.

Potongan Tunai

Potongan tunai untuk mendorong pembeli membayar lebih cepat, yang dianalisis dengan menyeimbangkan biaya dan manfaat dari berbagai potongan tunai. Sebagai contoh, sebuah perusahaan mungkin akan mengubah syarat kreditnya dari "bersih 30" yang berarti pelanggan harus membayar dalam jangka 30 hari menjadi "2/10", bersih 30", yang berarti potongan 2 persen diberikan apabila pembayaran dilakukan dalam waktu 10 hari. Perubahan ini akan memberika dua keuntungan: (1) menarik pelanggan baru yang menganggap potongan tersebut sebagai suatu penurunan harga: dan (2) mengakibatkan jangka waktu penagihan akan diperpendek karena sebagian pelanggan lama akan membayar lebih cepat guna mendapatkan potongan.

Jika penjualan bersifat musiman, perusahaan dapat menggunakan penanggalan musiman yaitu cara untuk mendorong pelanggan membeli secara lebih dini dengan mensyaratkan bahwa pembayaran boleh dilaksanakan setelah tibanya musim penjualan

bagi pelanggan tersebut, tanpa memperhatikan kapan barang itu diserahkan.

Faktor-Faktor Lain yang Mempengaruhi Kebijakan Kredit

Potensi laba

Kita telah menekankan biaya dalam memberikan kredit. Akan tetapi, jika ada kemungkinan untuk menjual secara kredit dan juga memberlakukan suatu pembebanan (*carrying charge*) atas piutang usaha yang beredar, penjualan secara kredit tersebut dapat benar-benar lebih menguntungkan daripada penjualan tunai.

Pertimbangan hukum

UU Robinson-Patman di AS melarang perusahaan untuk memberlakukan pembebanan harga yang berbeda-beda kepada kelompok pelanggan yang berbeda kecuali jika perhitungan biaya dapat membenarkan perlakukan tersebut. Hal ini juga berlaku untuk penjualan kredit-melanggar hukum untuk memberikan syarat kredit yang lebih menguntungkan kepada satu pelanggan atau golongan pelanggan daripada yang lain kecuali kalau perbedaan itu dapat dibenarkan dari segi biaya.

DAFTAR PUSTAKA

Altman, Edward 1., *Distressed Securities,* Chicago, II: Probus Publishing Company, 1991.

Beatty, Randolph P., and Ritter, Jay R., "Investment Banking, Reputation, and the

Brigham & Houston, 2004 ; *fundamentals of Financial Management,* 10, Houcourtt, Inc.

Brigham & Houston, 2004; *Fundamentals of Financial Managment,* 10th, Houcourtt, Inc.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*, 9th ed., Florida: Hartcourt.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Fundamentals of Financial Management*, 9th ed., Florida: Hartcourt.

Brigham, Financial Managemen, *Principles and Practice,* 2 nd Edition, Prentice Hall, 2000

Brown, J, Michael, *"Post-Offering Experience of Companies Going Public, "Journal of Business,* (January 1970), pp. 10-18.

Contests,"Journal of Financial Economics, 11 (April 19830, pp. 401-438.

Determinants of Risk Premiums in the Public and Private Corporate Bonds

Dodd, P., and Warner, J. B., "On Corporate Governance: A Study of Proxy

Ferd J. Westion dan Thomas E. Copeland. (1997). Manajemen Keuangan Jilid 2. Edisi ke sembilan. Binarupa Aksara, Jakarta Financial Economics, 19 (1987), pp. 771-787.

Fred J.Weston & Eugene F Brigham, Essential of Managerial Finance, Ninth Edition, The Dryden Press, Florida, 1993

Hays, Patrick A.; Joehnk, Michael D.; and Melicher, Ronald W., "Differential

http://one.indoskripsi.com/judul-skripsi/akuntansi/analisis-sumber-dan-penggunaan-modal-kerja-pada-perusahaan-rokok-yang-terdaftar-bursa-efek-indonesia

http://one.indoskripsi.com/judul-skripsi/akuntansi/analisis-

sumber-dan-penggunaan-modal-kerja-pada-perusahaan-rokok-yang-terdaftar-bursa-efek-indonesia
http://www.business.gov.sg/EOS/Templates/EOS-GenericContentTemplate.aspx?NRMODE=Published&NRORIGINALURL=%2fEN%2fRaisingFunds%2fLoans%2fTypesofLoans%2ffund_loan_workingcap.htm&NRNODEGUID={981AEAFE-A87F-408D-96E9-8BEBB6EBCD82}&NRCACHEHINT=Guest#advantage
http://yudishtira.blogspot.com/2008/05/pengertian-modal-kerja.html
Husnan, Suad, 1985,"Manajemen Keuangan", BPFE:Jakarta
Husnan,S., and Pudjiastuti,E., 1994, Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Unit Penerbit dan Percetakan(UPP) – AMP YKPN.
J. Fred Weston & Thomas E Copelang , Managerial france 9 edition, 1996
James C. Van Horne & John M. Wachowicz , JR , Principles o Managerial finance 9 ed, 1995 Prentice hall , Inc
James, C., "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans,"Journal of
Keown Scott, Dasar Manajemen Keuangan 1 & 2 , Salemba Empat
Keown, Arthur J., Martin, & Petty. (2003). Basic Financial Management. 9th ed. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
Keown, Arthur J., Martin, & Petty. (2003). Basic Financial Management. 9th ed. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
Keown, scott, martin, Petty ; 1996 ; Basic inancial Management ; 7 ed., Printice Hall Inc, Upper Sadle River, NJ
Keown, Scott, Martin, Petty; Basic Financial Management: 7th Ed, Princtice Hall Inc, Upper Sadle River, NJ.
Levy, H., "Economic Evaluation of Voting Stock, Acquisition Premiums, and the
Mardiasmo, 2002. "otonomi dan Manajemen Keuangan Daerah", PT.Gramedia: Jakarta
Market Value of Corporate Control," The Financial Review, 25 (May
Market,"journal of Financial Research, 2 (Fall 1079), pp. 143-152.
Miller, R.E., and Reilly, F.K.,"An Examination of Mispricing,

Returns, and
Munir, Dasril dan Henry Arys Djuanda. 2000. " Kebijakan dan Manajemen Keuangan Daerah", Yayasan Pembaruan Administrasi Publik Indonesia
Partch, M. M., "The Creation of Limited Voting Common Stock and Shareholder
Sjahrial dermawan, Manajemen Keuangan Lanjutan, Mitra Wacana Media, 2007.
Skousen & stice, Intermedite Accounting, Thomson Learning, frist edition, 2001.
Sutrisno, Manajemen Keuangan : Teori, Konsep dan Aplikasi, Penerbit Ekonisia FE UII, Yogyakarta, 2000
Thomas E. Copeland & J. Fred Weston, (1997), Manajemen Keuangan Jilid 2, Binarupa Aksara. Jakarta
Uncertainty for Initial Public Offerings," Financial Managements, 16
Underpricing of Initial Public Offerings,"Journal of Financial Economics, 15 (1986), pp. 213-232.
Wealth," Journal of Financial Economics, (1987), pp. 313-339.
Weston Fred, J. and Thomas E. Copeland (1997). Manajemen Keuangan Jilid 2. Edisi Sembilan. Jakarta: Binarupa Aksara.
Weston, Besley & Brigham ; 1996 ; Essentsial of Managerial finance, 11 Ed., The Dyden Press, Orlando, Florida
Weston, Besley & Brigham; 1996; Essential of Managerial Finance, 11th Ed, The Dyden Press, Orlando, Florida
Weston, Besley & Brigham;1996;Essential of Managerial Finance,11th ed.
Weston, Fred J., and Copeland, Thomas E., 1997, Manajemen Keuangan Jilid 2, Binarupa Aksara.
Weston, J. Fred, & Brigham. (1996). Essentials of Mangerial Finance. 11th ed. Florida: The Dryden Press.